

普通高等教育“十五”国家级规划教材

金融学

Economics of Money and Finance

Economics of Money and Finance

主编 黄达

中国人民大学出版社

策划编辑：王克力　张冬梅
责任编辑：张冬梅　邢伯春
版式设计：赵星华
封面设计：[illegible] 杨玲

ISBN 7-300-04677-0



ISBN 7—300—04677—0/F · 1448

定价：58.00元



普通高等教育"十五"国家级规划教材

金融学

Economics of Money and Finance

主编 黄达

中国人民大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

金融学/黄达主编.
北京:中国人民大学出版社,2003
普通高等教育"十五"国家级规划教材

ISBN 7-300-04677-0/F·1448
Ⅰ. 金…
Ⅱ. 黄…
Ⅲ. 金融学-高等学校-教材
Ⅳ. F830

中国版本图书馆CIP数据核字(2003)第038461号

普通高等教育"十五"国家级规划教材

金融学

Economics of Money and Finance

主编 黄 达

出　版	中国人民大学出版社		
社　址	北京中关村大街31号	邮政编码	100080
电　话	010－62511242(总编室)		010－62511239(出版部)
	010　62515351(邮购部)		010－62514148(门市部)
网　址	http://www.crup.com.cn		
	http://www.ttrnet.com(人大教研网)		
发　行	新华书店		
印　刷	北京金特印刷厂		
开　本	787×965毫米 1/16	版　次	2003年8月第1版
印　张	57.5 插页2	印　次	2003年8月第1次印刷
字　数	1 052 000	定　价	58.00元



主编的话

《金融学》列入“‘十五’国家级规划教材”；同时是教育部“新世纪高等教育教学改革工程·21世纪中国金融学专业教育教学改革与发展战略研究”项目中所要编写的五本教材之一。本书可作为教材用于大学本科金融学专业教学计划中的“金融学”、“货币银行学”课程；对于希望较为全面地知晓和把握金融基础理论和理论前沿以及金融领域热点问题的读者会有帮助。

酝酿这本教材的编写始于2000年春。出发点是为了给大学本科金融学专业提供一本能够反映我国和世界经济、金融形势迅速发展和理论前沿的基础理论课教材；同时也想给校外自学读者提供一本能够概略展示金融理论殿堂全貌的读物。为此，中国人民大学财政金融学院于该年4月，约请了金融学界大部分中青年主干力量，召开了“跨入21世纪的金融学科建设学术研讨会”。会后，我所在的金融系确定了编写这本教材的任务，并多次讨论了作为金融学科基本理论教程的名称和内容设想。

为了与金融教学同行交换意见，作为主编，我于2000年中至2001年5月，先后访问了中央财经大学、西南财经大学、武汉大学、中南财经政法大学、湖南大学、暨南大学、上海财经大学和西安交通大学等兄弟大学的金融院系。在金融学科建设的基本思路方面进行沟通并取得了许多共识；对于编写本教材更是获得了许多宝贵的启发。

2001年6月底，确定了内容框架和提纲。是年8月开始编写，于2003年4月完稿。如果从开始酝酿算起，到完成写作历时三年。

关于“金融学”的名称和内容框架，涉及对金融范畴和金融学科体系如何理解等学术问题。本书第三章，专章讨论。这本教材与过去我所主编的《货币银行学》① 有着承续的关系。但无论是框架还是内容都有了极大的变化。

初稿的起草情况不尽相同。有的章节完全是初创，其中某些章节应属提供者的研究成果；有的则是就原来《货币银行学》的底子改写，并力求补充新的内容。各章节初稿提供如下：

第1章：黄达
第2章：黄达；第6节，宋玮
第3章：黄达
第4章：黄达、李焰
第5章：黄达；周升业审阅补充
第6章：李焰；第6节，黄金老
第7章：李焰；第7节，宋逢明
第8章：沈伟基
第9章：沈伟基、陈涛协助；第13节，李焰
第10章：沈伟基、陈涛；第4节，庞红
第11章：瞿强、黄达
第12章：沈伟基、张慧莲协助
第13章：沈伟基
第14章：沈伟基；第4节，郭浩
第15章：沈伟基、张慧莲协助
第16章：沈伟基
第17章：黄金老
第18章：沈伟基、张慧莲协助
第19章：沈伟基、张慧莲；第7节，黄金老；第8节，赵锡军
第20章：黄达、刘成
第21章：沈伟基、蔡如海协助
第22章：赵锡军
第23章：沈伟基
第24章：黄金老
第25章：第1、2节，黄达；第3节，王传纶

① 1992年，由当时国家教委组织审定、作为“高等学校财经类专业核心课程教材”在四川人民出版社出版并多次印刷；经过较大修订，1999年，作为教育部的“国家级重点教材”和“面向21世纪课程教材”改由中国人民大学出版社出版。

各章复习思考题：　沈伟基、张慧莲、陈涛、蔡如海起草
参考文献：　沈伟基、陈涛、张慧莲起草
目录英译：　张慧莲整理；王传纶教授校改
名词术语中英对照：　陈涛整理

主编负责全书框架、章节以及节以下细目的设计；负责全书的定稿。在定稿过程中，对初稿多有文字的改动，内容的增删乃至在章节间调整，以及思路、理念、论断的大体统一协调和前后照应。有的章节更动较大，近乎就所提供的内容重新编写。间或与初稿提供者交换意见，但多数情况下是主编径自定稿，其间定会有定稿不如初稿之处；把对的改成错误的，恐也难以避免，在此特作说明，并向初稿提供者表示歉意。

沈伟基教授，在张慧莲、陈涛、蔡如海三位同志的协助下，在全书定稿的过程中，进行了通读，检查重复脱节、补充遗漏，补充数字资料和图表，并对全文仔细地进行了校对。

在酝酿、编写的过程中，王传纶、周升业、陈雨露、赵锡军、瞿强、林清泉、庄毓敏等各位教授积极给予支持、指导；汪红驹、林琳、孔燕、杨菲等同志帮助提供资料，翻译资料。至于金融学界同行给予的宝贵启发和点拨更难一一尽述。在此一并致谢。

完稿之际，深感多有缺憾。当然，也定会有自己未能发现的错误和纰漏。恳请指正。

黄达

2003年4月

目录 A

第一篇 范畴

第二篇 金融市场与金融中介

第三篇 现代货币的创造机制

第四篇 宏观均衡

第五篇 金融监管

第六篇 专论

目录 B

第一篇 范畴

第二篇 金融市场与金融中介

第四篇 宏观均衡

第五篇　金融监管

CONTENTS

Part 1 Categories

普通高等教育"十五"国家级规划教材·金融学

第一篇

范畴

第一章

货币与货币制度

第一节　经济生活中处处有货币

经济生活中处处有货币

在生活中，人们几乎处处、天天接触货币（money, currency）。

家庭与个人，从不同来源取得货币收入：工人、公务人员、文艺卫生体育工作者有货币工资收入，有奖金、酬金、津贴收入，有各种创作的货币收入；农民有农产品销售、乡村工业工资和外出打工的货币收入；个体经营者有通过推销产品和提供服务所取得的货币收入；私人资本家有利润收入；享受社会保障者、保险投保者和社会认为应予关注的公众有离休金、退休金、保险金和各种福利金、救济金的货币收入；学生则有奖学金、勤工俭学和助学贷款的货币收入，等等。这种种货币收入，保证每个家庭、每个公民维持和改善生活的需要。他们的衣、食、住、行所需，是商品，需要用货币去购买；需要旁人提供服务，

则要用货币去支付。过去的农民，有相当大部分的生活需要可由自己的产品满足，不需要用货币去购买；现在，自给自足的这一部分已日益缩小。对于农民和个体经营者，他们的货币收入不仅用于生活需要，还要用于生产经营需要：农民从事农业生产需要种子、化肥、农药，需要用水、用电和各种生产性的服务，不是需用货币购买，就是要用货币付费；个体经营者，从事生产的要购入原材料，从事贩运的要补进所经营的商品，也都需要把货币备足。就是求学的学生，他们要交学费、杂费，要购买书籍、本册，要开支伙食费和必要的文娱等费用。为了这些货币支付，也需有货币收入来源。资本家在生活方面与其他阶层的人一样需要用货币来支付；而将利润再投资，则是他们支付货币的特点。实际上，在当今的市场经济中，不论任何阶层，凡有货币结余即使结余数量较小的人，都有可能把结余的货币进行各式各样的金融投资，如银行储蓄、购买债券、持有股票等等，而这些投资也构成他们的货币收入来源。

转到一个公司、企业来看，不论是国营的、私营的、合资的、外资的，它们全部生产、流通的运转无不同时伴随着货币的收收付付。公司筹建要求筹集必要金额的货币资本金，没有必要的、以货币形态存在的资本，就没有获取注册或核准的资格。建设工厂要进行基本建设投资，即勘探、设计要支付货币，厂房施工要支付货币，设备的购置和安装需要货币；工厂投产需要原料、材料、燃料、配件，需要消耗水、电，这些不是需用货币去购买，就是需用货币去支付；产品销售也需要货币进行广告宣传、包装、仓储、发运。当有了产品销售的货币收入，这些货币收入要用以支付工资，要用以继续购进原材料，要用以提取折旧以备用于恢复生产能力，要用以积累利润以备新产品开发和扩大再生产，等等。商业、服务业、IT行业等等，经营运作各异，但没有一个行业不伴随有货币的收入与货币的支出。

非经营性的机关、团体，非营利性的公益事业，其运转、其职能的发挥也离不开货币。办公的地点，或建设、或租赁，办公的用品需购买，发挥职能的设备要购置，人员的工薪要开支。其中，一些公益性单位，靠捐赠的货币收入，靠自己财产的收入，靠非营利性收费；国家机关和靠国家补贴的单位，其日常的货币所需，靠的则是经费——由国家各级财政以货币形式拨付的经常费用。这就涉及以国家财政为中心的货币收支。

财政，包括中央财政和地方财政，它们的活动保证着国家职能的发挥和社会的公共需求。财政收入和支出，在我国20世纪三四十年代的革命战争时期，曾有相当部分是粮食收支，即所谓的“公粮”。但那是特殊的战争环境。早在秦汉之际，货币收支在财政中已占重要地位，以后不断有所反复，但自明代则基本形

成货币收支的定局。现代经济生活中的财政收支已完全采用货币。就财政收入来看，税和费都要用货币缴纳；就支出来看，各种投资性支出、经费支出和社会保障等支出，也都是用货币进行的。

家庭和个人的货币收支有时收大于支，有多余的货币；有时支大于收，手头持有的货币不足以满足支出。多余的可借出，不足的要借入，这就产生了个人的货币债权和货币债务。公司、企业周转中需要货币，而无货币，就要借款，有了货币债务；多余的货币暂时不需支用，则可贷出，转化为货币债权。国家财政也要利用国家信用，大家都熟知的国债就是国家借款的称谓。货币债权债务普遍存在，孕育了金融活动。如银行，它们的全部业务活动都是货币的存、取、借、贷；如证券市场的券商，则为筹集货币资本服务。

中国晋代有个人叫王夷甫，不肯说“钱”这个字。他的妻子把钱堆在床周围，他叫人“举却阿堵物”，还是不说钱。然而，他不说钱不等于不用钱，只不过别人替他用。如果说在那个时代事实上已经不可能“不言钱”，那么在商品经济高度发展的今天，不能正视货币就更是脱离生活了。

货币在对外交往中——外汇

不只在国内到处发生货币的收收支支，对国外，也时时有货币的收收支支发生。国际之间，在经济、政治、文化、体育、卫生等诸多领域，时时刻刻发生着个人、公司、国家等诸多方面的交往。这些交往几乎处处需要以货币的收支相伴随。但对外的货币收支与国内的货币收支有很大区别。

比如，国际贸易，这是国际交往中最基本的领域。各国通过进出口贸易，发挥本国优势，出口有利的商品和服务，换回本国所需要的商品和服务，以促进本国经济的发展和国民收入的增加。出口商品和服务，要收款；进口商品和服务，要付款。这是市场行为的普遍准则，在国内，在国际之间，并无区别。但收款、付款所用的货币却有不同。在国内，我们收付款项一律是用人民币。可是对进口商品和服务的付款和对出口商品和服务的收款，在大多数情况下却不用人民币，而是用外国的货币来进行。

国际间科教文化交流、政治交往和私人来往，在大多数情况下也都是这样。中国的留学生在外国要用外国货币；外国留学生在中国要用人民币。中国到外国访问的政治、经济、军事、文化代表团，赴外演出的文艺团队和赴外竞技的体育团队，驻外的外交使节和各领域的驻外常设机构，在国外的各种花费要用外国货币；外国来中国访问的政治、经济、军事、文化代表团，来华演出的文艺团队和来华竞技的体育团队，驻华的外交使节和各领域的驻华常设机构，在中国的各种

花费则要用人民币。

对于中国居民，相对于人民币，一切外国的货币统称为“外汇（foreign exchange，exchange）”；对于任一国家的居民，相对于其本国的货币，也把一切外国的货币称之为外汇。外汇就是货币，只不过是“外国”的货币。

货币流通

以个人为中心的货币收支，以公司、企业等经营单位为中心的货币收支，以财政及机关、团体为中心的货币收支，以银行等金融机构为中心的货币收支，以及对外的货币收支这五个方面的货币收支包括了整个国民经济中一切现实的货币收支。这些收支是紧密连结在一起的。

比如家庭、个人购买商品和支付服务的货币支出是经营单位销售货物和提供服务的货币收入；经营单位发放工资、奖金的货币支出则是个人和家庭的货币收入。经营单位缴纳税款的货币支出是财政的收入；财政拨付建设资金和经费的支出则是国营企业和机关团体等经费单位的货币收入。公司、企业、个人向银行贷款，公司、企业、个人是货币收入方，银行是货币支出方；归还贷款，则公司、企业、个人是货币支出方，银行是货币收入方。个人纳税的货币支出是财政的货币收入；财政拨付经费中的工薪货币支出则是个人的货币收入。个人、经营单位、经费单位购买外汇的货币支出是银行出卖外汇的货币收入；银行购买外汇的货币支出，则又是个人、经营单位、经费单位的货币收入。如此等等，此收彼支，此支彼收，由此及彼，连绵不断。这个连绵不断、割裂不开的货币收支系统，通常称之为货币流通，是经济生活中现实运动着的货币的集合、总和。

货币的权势与无货币的“理想”社会

生活中无处不在的货币给人以具备能量无边和主宰命运的权势。中国古代有一篇很有名的文章，叫《钱神论》，是东晋鲁褒写的。其中精彩的片断如：“大矣哉，钱之为体，有乾有坤。内则为方，外则为圆。其积如山，其流如川。”“钱之所在，危可使安，死可使活；钱之所去，贵可使贱，生可使杀。是故忿诤辩讼，非钱不胜；孤弱幽滞，非钱不拔；怨仇嫌恨，非钱不解；令问笑谈，非钱不发。”“子夏云：‘死生有命，富贵在天。’吾以为死生无命，富贵在钱。何以明之？钱能转祸为福，因败为成，危者得安，死者得生。惟命长短，相禄贵贱，皆在乎钱，天何与焉！”莎士比亚也有一段脍炙人口的描述：“金子！黄黄的，发光的，宝贵的金子！只这一点点儿，就可使黑的变成白的，丑的变成美的，错的变成对的，卑贱变成尊贵，老人变成少年，懦夫变成勇士……”世俗的说法是：“有钱

使得鬼推磨"，"钱能通神"，"一文钱难倒英雄汉"，等等。

货币的作用是否真的这样大呢？在政治经济学中，这是一个不断被解答但又未最终解答得明明白白的问题。在现实生活中，问题则是反反复复地被提出、被议论，而且不只是从经济角度，更多的是从道德、从文明、从政治的角度被提出、被议论。人们的议论通常是凭直觉，凭简单的推理，甚至是凭感情。但即使从理论上深入下去，也往往只能求得在较深的层次上有所领悟，却很难达到大彻大悟的境界。

于是人们希望有一个没有货币的幸福世界。中国古代有一种"小国寡民"的社会理想。在这个理想社会中，国与国之间可以望得见，鸡鸣狗叫可以听得见，可是"民至老死不相往来"。显然，货币在这种情况下是根本没有必要存在的。西方的各派空想社会主义者，设计了各种各样的无货币的理想国。到了马克思那里，把空想变成科学，做出了货币必将消亡的论断。上个世纪，在共产主义运动的高潮中，是否应该保存货币的讨论一直不断，但最终没有能做出在社会主义国家可以很快取消货币的结论。也有莽撞地硬把货币取消了的，结果是经济乃至政治的崩溃。

现在，这个问题又在信息网络突飞猛进的大背景下提了出来：随着信息经济的发展，货币是否将会退出历史舞台？但这类议论的论点往往晦涩难懂，虽也引起关注，但现实的影响似乎还限于较窄的学界范围。

但有生有死，肯定有其产生的始端而非开天辟地就已存在的货币，能否摆脱生死之道而成为一个永恒的范畴？这或许还不是今天迫切需要解决的课题。但就其产生来说，在经济学中应该说是早就反复论证了的。

第二节 货币的起源

货币是几千年前才出现在人类生活中的

人类社会在地球上已有百万余年或更长的历史，货币却只不过是几千年以前才开始出现在人类社会之中。

货币的出现是与交换联系在一起的。根据史料的记载和考古的发掘，在世界各地，交换都经过两个发展阶段：先是物物直接交换；然后是通过媒介的交换。在古埃及的壁画中可以看到物物交换的情景：有用瓦罐换鱼的，有用一捆葱换一把扇子的。中国古书中有这样的记载：神农氏的时候，"日中为市，致天下之民，聚天下之货，交易而退，各得其所"。这也是指物物交换。在交换不断发展的进

程中，逐渐出现了通过媒介的交换，即先把自己的物品换成作为媒介的物品，然后再用所获得的媒介物品去交换自己所需要的物品。在世界上，牲畜曾在很多地区成为这种媒介；在中国，最早的、比较定型的媒介是“贝”。这种出现在交换之中的媒介就是货币。司马迁在《史记·平准书》中说：“农工商交易之路通，而龟贝金钱刀布之币兴焉。所从来久远，自高辛氏之前尚矣，靡得而记云。”

古代货币起源说

货币是怎么产生的？亚里士多德在描述了物物交易之后说：“一地的居民有所依赖于别处居民的货物，人们于是从别处输入本地所缺的货物，而抵偿这些输入，他们也得输出自己多余的产品；于是［作为中间媒介的］‘钱币’就应运而生了。”这种钱币是“中介货物”，是“某种本身既属有用而又便于携带的货物”①。

中国古代具有代表性的观点大体有两种。一种见《管子·国蓄》：“玉起于禺氏，金起于汝汉，珠玉起于赤野。东西南北距周七千八百里，水绝壤断，舟车不能通。先王为其途之远，其至之难，故托用于其重，以珠玉为上币，以黄金为中币，以刀布为下币。三币握之……先王以守财物，以御民事，而平天下也。”概括来说的大意，就是先王为了进行统治而选定某些难得的、贵重的物品为货币。与这种观点相对的是上面引述的司马迁的论断：“农工商交易之路通，而龟贝金钱刀布之币兴焉”，即货币产生于交换的发展之中。

应该说，无论是用人们的共同信用，还是用先王的意旨和睿智，都解释不了货币为什么必然进入人类生活的本质联系。强调客观经济生活发展的必然，则是通向认识本质的正确思路。

但理论上系统的、科学的论证，则有待商品经济发展的背景充分展开之后才能完成。

马克思对货币起源的论证：价值及其形式

马克思对于货币理论的系统研究开始于19世纪40年代。这时，商品生产的最高形式——资本主义——在西方一些主要国家中已有了充分的发展。与之相伴随，对于商品货币的理论探索也有了三四百年的历史。正是在这样的基础上，马克思全面地对货币问题作了系统的理论阐明，揭开了“货币之谜”。

---

① 亚里士多德：《政治学》，中文1版，26页，北京，商务印书馆，1981。另见《亚里士多德全集(Ⅸ)》，中文1版，19页，北京，中国人民大学出版社，1994。译文较简略，但文义无大出入。

马克思是从商品和商品交换着手进行分析的。

人类总是组成社会进行活动。人类的活动首先是生产劳动；不劳动，不论什么社会，都不可能生存。在远古的原始共同体中，人们的劳动是直接根据整个共同体的需要并在共同体的统一指挥下进行的，劳动产品则归整个共同体所有，并由共同体统一分配。这时，既不存在商品，也不存在货币。随着社会分工和私有制的出现，情况发生了变化。在社会分工的条件下，每个生产者只从事某种特定的具体劳动，生产一种或有限几种产品，而整个社会的需求则是靠所有生产者用各种不同的具体劳动所生产的多种多样的产品来满足。所以，生产出社会所必需的各种产品的各种不同具体劳动构成了整个社会分工的体系，而每个生产者所从事的特定具体劳动则应是整个社会分工体系的一个组成部分。就这个意义来说，社会分工条件下生产者的劳动是具有社会意义的劳动，简称为社会劳动。但是，由于私有制，劳动成了每个生产者的私事，生产什么、生产多少和怎样生产都由他自己决定，生产出来的产品则属于他私人所有。所以，劳动并不是直接表现为对社会有意义，而是直接表现为对生产者私人有意义。从这个意义上说，社会分工条件下私人生产者的劳动直接是对私人有意义的劳动，简称为私人劳动。这样，就产生了社会劳动同私人劳动的矛盾。

劳动的私人性质决定产品归私人所有。可是产品又不完全是，甚至主要不是供生产者本人消费，而是供其他社会成员消费。所以，私人的产品必须纳入社会总产品中进行分配。这就是说，私人劳动要求社会承认它具有社会意义并进而转化为社会劳动。而且，由于每个专门从事某一种社会分工劳动的生产者也需要别人的劳动产品，所以，又要求在私人劳动转化为社会劳动的过程中，必须同时取得从社会总产品中分配一定份额的权利。否则，私人生产者就无法生存；换言之，私人劳动向社会劳动的转化也就没有意义了。要解决这样的矛盾，惟一的途径就是交换，那就是用自己所生产的产品来交换别人所生产的产品。产品交换出去了，说明生产产品所投下的劳动为社会所需要，是社会分工体系的必要构成部分，从而私人劳动转化为社会劳动；通过交换取得了别人的劳动产品，这又同时实现了从社会总产品中分得一定份额的权利。

当产品的交换成为具有普遍意义的经济行为时，产品生产的性质变了；与原始共同体的共同生产、共同消费不同，这时的产品的生产是为了交换而进行的。于是，这种为交换而生产的劳动产品构成了一个新的经济范畴，即政治经济学中所说的商品。

商品生产者，彼此都承认是各自产品的私有者，从这个意义上说，他们是平等的。因此，商品之间的交换比例应该是互不吃亏。但是，各种不同的商品是由

不同形式的具体劳动生产出来的，具有不同的使用价值，如粮食是吃的，衣服是穿的，等等。不同的使用价值千差万别，无法比较。所以，使用价值不可能成为比较的根据。比较的根据只能是各种商品全都具有的共同性的东西。什么是这种共同的东西呢？由于无论是生产粮食的劳动，缝制衣服的劳动，还是生产其他商品的劳动，尽管劳动的具体形式不同，但它们都是人类体力和脑力的耗费，所以，一切商品都具有一个共同点，即都是耗费了一般人类劳动或叫做抽象劳动的产物。这种凝结在商品中的一般的、抽象的劳动，就是政治经济学中所说的价值。各种商品的价值，在质上是同一的，因此量上可以比较。经过比较，价值数量相等的商品交换，这就是等价交换原则。

但是，价值的实际，即人类的一般劳动耗费，既看不见，也摸不着。所以，单就一个商品来说，无法看出它的价值是个什么样子。价值既然只存在于商品交换的关系之中，那么，也只有在交换关系之中才能得到表现。比如，一只羊与两把斧头相交换，通过交换，羊的价值表现出来了：一只羊的价值的具体形象就是两把斧头；斧头则成为表现羊的价值的材料，成为羊的等价物。羊既然由斧头把自己的价值表现出来并交换到斧头，这就意味着生产羊的私人劳动被斧头证明是社会总劳动的必要构成部分。所以，价值表现的过程也就是私人劳动向社会劳动转化的过程，而起等价物作用的商品则成为社会劳动的具体体现者。通过交换，价值取得了可以捉摸的外在形式，这就是价值形式问题。

马克思对货币起源的论证：价值形式的发展与货币的产生

在漫长的历史进程中，交换在不断发展，商品价值表现出来的形式，也相应地不断发展。

在原始公社阶段，每个公社的共同体内部虽然不存在交换关系，但一个公社对其他公社来说，则是可以让渡物品的所有者。所以，共同体相互之间的交换是可能的。由于那时生产力甚为低下，不会经常有剩余的东西可以用来交换；同时也还没有出现社会分工，所以，交换的发生非常偶然。不过，只要发生交换，就有了价值表现的问题。用前面的例子，假设两个共同体之间偶然地发生了一只羊与两把斧头相交换的事件，从用羊交换斧头的公社来说，他们的羊的价值用斧头表现出来了：一只羊值两把斧头，斧头成为羊的等价物；从用斧头交换羊的公社来说，他们的斧头的价值用羊表现出来了：一把斧头值半只羊，羊成为斧头的等价物。由于在这种情况下价值的表现纯属偶然，所以马克思把这个阶段的价值形式称之为简单的、偶然的价值形式。

随着社会分工的出现，共同生产逐渐被个人生产所代替；随着私有制的出

现，公社与公社之间的交换，一步一步地为个人与个人之间的交换所替代。交换日益发展成为经常的现象。这时，一种物品不再是非常偶然地才和另外一种物品发生交换关系，而是经常地与另外多种物品相交换，于是，一种物品的价值就会由许多种其他物品表现出来。比如一只羊不仅可能与两把斧头交换，也可能与一袋粮食交换、与几捆烟叶交换，等等。于是一只羊值多少，不仅由两把斧头表明，而且也由一袋粮食、几捆烟叶等等表明。对于一种物品的价值可由许多种商品表现出来，而所有物品都可成为表现其他物品的等价物的这种情况，马克思称之为扩大的价值形式。

在简单价值形式阶段，是两种物品偶然发生交换关系；在扩大价值形式阶段，是多种物品经常地发生交换关系。变化虽然巨大，但都是物物的直接交换。在前一阶段，物物能否交换，物品中的价值能否表现出来，对物品的所有者来说，并非是至关紧要的：无论交换是否成立，他们会照样生活下去。在后一阶段，物物能否交换，物品中的价值能否表现出来，对物品的所有者则日益成为生命攸关的问题。因为交换已成为他们生活的必要环节：物品交换不出去，其所有者的生产和生活就会遇到困难。

对于不断发展的交换来说，物物的直接交换日益暴露出它的局限性。比如，羊的所有者要用羊交换粮食，也就是说，羊的价值要求用粮食表现出来。假如，粮食的所有者正需要羊，也即正要用羊来表现自己粮食的价值，交易可以成立，羊的价值得到了社会的承认、粮食的价值也得到社会的承认。但更经常的情况是，当羊的所有者希望用羊来交换粮食时，粮食的所有者在此时此地并不需要羊，而是需要另外的什么东西，如烟草；如果烟草所有者也不需要羊，而是需要斧头，那就要了解斧头的所有者需要什么；假如幸好斧头的所有者需要羊，那么羊先与斧头交换，即把自己的价值先用斧头表现出来，然后再用斧头换烟草，即把斧头的价值用烟草表现出来，最后再用烟草换粮食，即把烟草的价值用粮食表现出来；至此，羊的所有者才实现了自己换取粮食的目标。但是，纵然客观存在最终解开需求的链锁的可能，而要现实地把它一步一步地解开则是要花费极大精力的，更何况在一个限定的时间和空间范围内，这样的链锁并非必然存在。这样，价值难于实现，劳动难于得到社会承认的矛盾就日益成为交换发展的桎梏。

"问题和解决问题的手段同时产生。"[①] 物物交换的矛盾之所以突出起来，是由于进入交换领域的物品越来越多，交换行为越来越频繁。当日益增多的物品进入频繁交易的过程中，必然会有某种物品进入交换的次数较多，其使用价值较多

---

① 《马克思恩格斯全集》，第23卷，106页，北京，人民出版社，1972。

地为进入市场的人们所需要。当各种物品都频繁地要求用这种物品表现自身价值时，这种物品就成为所有其他物品价值的表现材料，成为所有物品的等价物；而这种物品一旦成为所有其他物品用来表现价值的等价物，那么它就具有了可以与所有物品直接交换的能力。这样，直接的物物交换就让位于通过媒介的间接交换：物品要交换时先要换成媒介品，即先要求媒介表现自己的价值；而一旦这个过程实现，就可方便地用媒介换取自己所需要的其他产品。所以，只要交换成商品世界中共同的、一般的等价物，那么这种物品生产劳动的社会性就已得到了证明。这个用来表现所有物品价值的媒介，马克思称之为一般等价物；用一般等价物表现所有物品价值，马克思称之为一般价值形式。

从扩大价值形式阶段过渡到一般价值形式阶段，说明为交换而生产的关系，也即商品生产关系，在经济生活中日益确立。而随着商品生产的继续发展，从交替地充当一般等价物的几种商品中必然会分离出一种商品经常起着一般等价物的作用。"等价形式同这种特殊商品的自然形式社会地结合在一起，这种特殊商品成了货币商品，或者执行货币的职能。"[①] 当价值都用货币来表现时，马克思称之为价值的货币形式。

对于货币的起源，古今中外很多思想家、经济学家，都看到了与交换发展的联系。他们对于物物交换的困难及向媒介交换的转化，引述过很多生动的事例并作了多方面的剖析，并强调，货币只能是进入交换的多种商品中的一种。马克思的剖析基本上也是沿着这条思路进行的，但却推进到一个新的高度。这个新高度的特点在于，用最完整的劳动价值论揭示出推动这一进程的本质矛盾，那就是从社会分工和私有制揭示劳动作为社会劳动和私人劳动的矛盾统一体，进而揭示价值的实质及其表现的必然途径。然后通过价值形式的发展导出货币这一范畴出现在经济生活中的客观必然性。

从交易的社会成本角度比较物物交易与通过货币的交易

经济行为的演化与交易成本有紧密的联系：演化的方向总是从交易成本较高的趋向交易成本较低的。换一种表述方法，节约是经济生活中最基本的规律，经济制度、经济结构、经济活动方式，之所以这样演化而不是那样演化，最终都可以从社会费用、社会成本的节约找到解答。就像水总是从高往下流那样。人们不论怎样按照自己的思路去营造一个经济理想国，其成败利钝最终取决于是否合乎这样的规律而不取决于主观愿望。通过货币的交易取代物物交易也同样是如此。

① 《马克思恩格斯全集》，第23卷，85页，北京，人民出版社，1972。

论证这一观点，有个纯抽象的理论模型。这个模型的出发点不是物物交易的困难，如前面所举的羊、斧头、烟草、粮食连锁交换的例子。而是论证抽象掉交易的具体困难，也可从交易的社会成本论证通过货币的交易优于物物交易。

首先定义：物物交易的经济是任何一种商品都可以与另外任何一种商品相交换的经济；货币经济是只有一种特定的商品——货币——可以与另外任何一种商品相交换，货币之外的任何一种商品也均可以与货币相交换但彼此之间却不能交换的经济。从“交换”的概念自然引申：同一种商品之间，包括货币与货币之间，不存在交换的必要。同时设定：任何两种商品，在货币经济下则是货币与任一种非货币商品，均有一个交易网点，这些交易网点要付出一定的交易成本来实现交换。在这样的定义和设定之下，很容易算出不同经济所需要的交易网点数量：

如以 C_1，C_2，C_3，…，C_n 表示经济中存在的 n 种商品，在物物交易的经济中所需要的交易网点相当于任两种商品组合的数量，即

$$\frac{1}{2}n\ (n-1)$$

在货币经济中，由于定义只有货币与非货币商品的交换而无非货币商品之间的交换，所以所需要的交易网点数量是：

$$(n-1)$$

比较 $\frac{1}{2}n\ (n-1)$ 与 $(n-1)$，只有 n 为 2 时，即经济中只有两种商品时，两者的值相等。但只有两种商品，就不可能存在物物交易与通过货币交易的区分。如果 n 为 3，物物交易所需的交易网点是 3，通过货币交易所需的交易网点是 2，即前者为后者的 1.5 倍；如果 n 为 10 000，物物交易所需的交易网点是 49 995 000，通过货币交易所需的交易网点是 9 999，即前者为后者的 5 000 倍。n 越大，倍数越大，两者之间的交易社会成本有极大差距显然可见。

如用矩阵来表示，可以看得更形象一些。下面的表 1—1（a）是表示在物物交易的经济中按模型的设定所必需的交易网点设置，其中 C_1，…，C_n 表示 n 种商品；表 1—1（b）是表示在货币经济中按模型的设定所必需的交易网点设置，其中 C_1 表示成为货币的商品，C_2，…，C_n 表示一般商品。符号“◎”表示需设置的点；符号“×”表示无须设置的点。按设定，同一种商品间无交易，在表上处于对角线位置上的格子，涂以深灰色。对角线一方的格子空白，另一方的格子填以浅灰色，是为了提醒：由于对角线双方一一对应的点是重复的，所以点的数量只应以一方计算。

表 1—1 (a) 物物交易的经济中交易网点的设置

	C_1	C_2	C_3	……	C_{n-1}	C_n
C_1		◎	◎	……	◎	◎
C_2	◎		◎	……	◎	◎
C_3	◎	◎		……	◎	◎
⋮	⋮	⋮	⋮		⋮	⋮
C_{n-1}	◎	◎	◎	……		◎
C_n	◎	◎	◎	……	◎	

表 1—1 (b) 货币经济中交易网点的设置

	C_1	C_2	C_3	……	C_{n-1}	C_n
C_1		◎	◎	……	◎	◎
C_2	◎		×	……	×	×
C_3	◎	×		……	×	×
⋮	⋮	⋮	⋮		⋮	⋮
C_{n-1}	◎	×	×	……		×
C_n	◎	×	×	……	×	

进一步的探索超出金融学科的任务

从介绍马克思关于货币起源理论中可以看到，关于货币起源的理论推导中包括两个方面：一是由物物交易向媒介交易的转化；一是关于价值的理论。关于前者，在马克思之前、之后，凡论及货币起源的，都不能不解释这个过程。原因很简单，这是不能更改的历史。但如何解释这个过程，则并非都采用马克思的思路。大体说来，论证通常简单得多。关于价值论，这涉及经济学的基本理论问题，不同的观点甚多，如马克思之后有名的边际效用说，等等。这方面的深入讨论属于经济学基础理论的研究范围。

此外，还有一个有关货币消亡的理论，列为本章的附录，可参看。

第三节 形形色色的货币

在几千年的岁月中，货币的形态经历着由低级向高级不断演进的过程。

古代的货币

据古籍的记载、青铜器的铭文和考古的挖掘，中国最早的货币是贝。其上限大约在公元前2000年。古书有“夏后以玄贝”的说法[①]，考古发掘更屡有证实。商周的铜器铭文和甲骨文都有关于用贝作赏赐的记载；墓葬发掘的陪葬品中则有大量可推断是用作货币的贝。作为货币的贝，单位是“朋”，10个贝串起来为1朋。贝流通的下限大约是在金属铸币广泛流通的春秋之后。在我国的文字中也可看出贝作为货币长期存在的事实：很多与财富有联系的字，其偏旁都为“贝”，如货、财、贸、贱、贷、贫等。

产于南方海里的贝，成为北方夏、商、周的货币，这是外来物品作为货币的典型例子。此外，日本、东印度群岛以及美洲、非洲的一些地方也有用贝作货币的历史。

用在交换中大量出现的商品作为货币的例子是很多的。在古代欧洲的雅利安民族，在古波斯、印度、意大利等地，都有用牛、羊作货币的记载。荷马史诗中，经常用牛标示物品的价值，如狄俄墨得斯的铠甲值9头牛，而格劳科斯的铠甲值100头牛，一个工艺娴熟的女奴值4头牛，给第一名决斗士的奖品值12头牛，等等。这样的历史在文字中也有反映。如拉丁文的金钱Pecunia来源于牲畜Pecus；印度现代货币的名称Rupee（卢比）来源于牲畜的古文Rupye。除去牲畜，埃塞俄比亚曾用盐作货币；在美洲，曾经充当古老货币的有烟草、可可豆等。

币 材

当货币在生活中的重要性日益加强时，一般说来，作为货币的商品要求具有如下四个特征：一是价值比较高，这样可用较少的媒介完成较大量的交易；二是易于分割，即分割之后不会减少它的价值，以便于同价值高低不等的商品交换；三是易于保存，即在保存过程中不会损失价值，无须支付费用等；四是便于携带，以利于在广大地区之间进行交易。事实上，最早出现的货币就在不同程度上具备这样的特征。如贝，作为计量单位不需分割，也便于携带，作为外来商品，价值也高。牲畜则不那么理想，特别是一头牲畜分割之后，部分价值的总和就会大大低于整体；但价值高，又便于转移，则是其优点。只要商品交换没有发展到一定阶段，某些方面的缺欠并非是不能容忍的。探险家在太平洋的雅普岛上发现当地人用巨大的难以搬动的轮形石盘作货币。在那个岛的范围内，获得货币的所

① 桓宽：《盐铁论·错币》。

有者只需凿上自己的印记即可，而无须搬走。

随着交换的发展，对以上四个方面的要求越来越高，这就使得金属日益成为货币商品。金属充当货币的优点是非常突出的。尤其是金属可多次分割，可按不同比例任意分割，分割后还可冶炼还原。金属易于保存，特别是铜、金、银都不易被腐蚀。因而世界各地历史上比较发达的民族，先后都走上用金属充当货币之路。

充当货币的金属主要是金、银、铜；铁作为货币的情况较少。这是因为当冶炼技术发展后，铁的价值较低，用于交易过于笨重，而且易锈蚀，不便保存。古希腊斯巴达，公元前 6 世纪有使用铁钱的记载。中国五代十国之际出现铁钱；宋代四川专用铁钱，有些地方铁钱、铜钱并用；后来也间断有用铁钱的，但流通范围有限。

至于金、银、铜作为货币的先后顺序并非简单地、严格地从贱金属向贵金属过渡。中国最早的货币金属是铜和金两种。商代的墓葬中曾出土有铜铸的贝。进入周代以后，中国一直是铜流通的天下，直至上个世纪 30 年代还有铜元的流通。黄金，在商代的遗址中即有所发现，但主要是作为饰物。到战国时期，在古籍中已有很多用黄金论价、估价财富、馈赠、赏赐之类的记载。其计量单位或“斤”、或“镒”，已很确定。《汉书·食货志下》有“黄金方寸，而重一斤”的说法。那时的斤约 250 克，那时的寸约为 2.35 厘米。“金”本身也是单位名称，“一金”与“一斤”等义。有一种有铭文的小金版，其中见得最多的铭文人们读为“郢爰”，考据是战国时期楚地的货币。解放以来的发掘说明，它流通的范围要广得多。到了西汉，在准确的记载中黄金不断出现，赏赐动辄以数十斤、数百斤计，大额的甚至以万斤、十万斤计。但东汉以后，黄金数量急剧减少，并很快失去了其作为货币的地位。这个突然变化是中国货币史上一个还没有解释得很清楚的问题。白银，在西汉的著述中已经出现，但直到宋代才逐渐成为货币材料。此后，在与铜并行流通中，银一直是作为主币的币材。白银的流通，在中国，到上个世纪 30 年代才终止。西亚、中东、地中海沿岸，铜作为币材的时间大约在公元前 1 000年至公元 800 年左右。但在一些古文明较发达的国家，主要币材是银，其出现也在公元前千年前后；金的出现或许更早，但与白银比，未占主要地位。中国境内出土有波斯、拜占廷等地的金币、银币，银币的数量大大多于金币。这些金银币的铸造时间约在公元 4～7 世纪。公元 13 世纪以来，在西欧，金币逐渐增多，到 18、19 世纪日益占主要地位。到上个世纪初，在世界主要的工业化国家中，币材已均由黄金垄断。

货币这个经济范畴并不是自然界产生的，而是一定的社会生活条件的必然产物。但货币在经济生活中出现之后，就逐渐找到金银这类最适宜于担当自己作用

的贵金属并与它们结合在一起。由此引出了马克思的一句名言："金银天然不是货币，但货币天然是金银。"①

铸币

金属货币最初是以块状流通的。这很不方便。因为每笔交易都需要称量重量，鉴定成色，有时还要按交易额的大小把金属块进行分割。随着商品生产和交换的发展，有些富裕的、有名望的商人在货币金属块上打上印记，标明重量和成色，以便于流通。当商品交换进一步发展并突破地方市场的范围后，对于金属块的重量、成色要求更具有权威的证明。最具有权威的，自然就是国家。

铸币（coin）是由国家的印记证明其重量和成色的金属块。所谓国家的印记，包括形状、花纹、文字等。最初各国的铸币有各种各样的形式，但后来都逐步过渡到圆形。圆形最便于携带并不易磨损。

中国最古老的金属铸币是铜铸币。有三种形制。一是"布"，是铲形农具的缩影。最早的布出现在西周、春秋。先是"空首布"，后是"平首布"，在周、三晋、郑、卫等地广泛流通。二是"刀"，是刀的缩影。它主要流通在齐国及其势力所影响的范围。三是铜贝，是在南方楚国流通，通常称之为"蚁鼻钱"。到战国中期，在刀和布流行的地区，在秦国，大量流通圜钱。圜钱是铜铸的圆形铸币，有两类：一是中有圆孔，一是中有方孔。有孔是为了可以用绳串在一起以利于携带。圆形方孔的秦"半两"钱，在中国铸币史上占有重要地位。在秦统一中国的前后，正是这种形态的铜铸币统一了中国的铸币流通。到秦汉之际，出现一次全国性的货币流通大紊乱。经过汉初百年的摸索，于汉武帝时建立了"五铢"钱制度：钱面上铸有五铢（一铢等于1/24两）字样，说明重量。这种五铢钱，自汉至隋流通了七百余年。唐朝建国后，在整顿币制的过程中，钱面上铸有"开元通宝"四个字的钱，代替了五铢钱。以后各代铸的钱虽有称"元宝"的，但大多称"通宝"，只是"开元"二字换成各代当时的年号。这种形制一直延续到清代。

由于铜币流通两千多年，所以在中国，长期是把铜与货币等同起来。如一个人斤斤计较钱财，往往被讥讽为有"铜臭气"。

金银在出土文物中有铸成钱的。但在中国流通银元之前，从来没有金银铸币在流通中广泛存在的记载。自宋代开始大量流通的白银，一直是以称量货币流通的，其计量单位是"两"，所以讲到钱也常说"银两"。银铸币的流入我国在明代可能已经很多，但当时是按银两看待的。广泛流通银元是从鸦片战争之际开始，

① 《马克思恩格斯全集》，第13卷，145页，北京，人民出版社，1962。

其中流通最多的是墨西哥的鹰洋。由于流通方便，晚清之际，政府也开始铸造自己的银元，最初是有龙的图案的“龙洋”。1910年规定以银元为国币。袁世凯的北洋政府铸袁世凯头像银元；1927年国民党政府铸孙中山头像银元。

银元是西方贵金属铸币的典型形制。西方金银铸币出现很早。圆形、无孔；铸有统治者的头像是其一贯特点。

有必要说明的一个特殊情况是：在金属货币已经广泛流通的条件下，中国从魏晋到唐代有几百年还曾以布帛作为币材，与铜铸币并行流通。布帛很早就与其他重要实物，如谷物等，共同在一些地区起等价物作用。东汉末，铜币流通遭到严重破坏后，布帛在流通中遂日益成为大额交易的货币。它们的单位是“匹”，幅宽和每匹的长度统一，并且多年不变。《汉书·食货志下》有“布帛广二尺二寸为幅，长四丈为匹”的记载；并且与金、钱等并列在一起说明它们作用：“故货宝于金，利于刀，流于泉，布于布，束于帛”。布帛就其自然属性来说，作为币材并不理想。如质量不易统一，为了获利，会越织越薄；不宜截断，剪得越短，价值损失越大；易于糟朽，不便于保值，等等。但它们是广泛需要的物品，甚至可用于行销域外。所以在商品货币经济发展的一定阶段成为币材也是有缘由的。

劣质铸币

铸造重量轻、成色低的铸币是古代货币流通中反复发生的行为。汉初，允许私人铸钱，私人铸的“半两”钱，最轻的尚不及半两的1/10，被称之为“榆荚”钱。在我国，大部分年代是禁止私人铸钱的，但严刑峻法也从未把私铸禁绝。

铸造劣质货币也是统治者为了解决财政收入，搜刮民财的措施。如汉末的董卓，坏五铢钱、铸小钱，成为以后三四百年间货币流通大混乱的开端。虽然政治稳定时，统治者大多重视整顿币制，但足值铸币稳定流通的状况往往是短暂的——会很快被不足值铸币流通的不稳定状况所代替。

当劣币出现于流通之中时，人们则会把足值货币收存起来。这叫劣币驱逐良币律。对于这种现状，贾谊在两千多年前就说过：“奸钱日繁，正钱日亡”，从而“法钱不立”。[①] 在西方，由于同样存在着劣质铸币不断充斥流通的过程，所以也是很早就认识到了这一规律。

用纸做的货币

马可波罗曾向西方人介绍中国的奇事：“大汗国中商人所至之处，用此纸币

① 贾谊：《新书》。

以给赏用、以购商物、以取其货币之售价，竟与纯金无别。”[①] 外国人对中国纸币的类似报道，在马可波罗以前已不只一起。

中国在10世纪末的北宋年间，已有大量用纸印制的货币——“交子”，成为经济生活中重要的交易手段。最初是由四川商人联合发行的，在四川境内流通，可以随时兑换。后来由于商人的破产，官府设置专门机构发行，名义上可以兑换，但大多时候不能兑换。流通范围由四川扩及各地，成为南宋的一种主要货币。

元代则在全国范围实行纸钞流通的制度，其中具有代表性的是忽必烈在位时发行的“中统元宝钞”。开始时也曾一度可以兑换，但很快停止。元代纸钞流通的特点是大多数年份都不允许铜和金银流通。而宋则是纸钞与铜钱并行，并有白银流通。

明代发行“大明宝钞”，从不兑现。开始时曾禁铜，乃至禁金银流通，只准行使宝钞。但事实上行不通，遂逐步解除禁令。后来，一方面由于钱、银流通的增大，另一方面由于宝钞滥发，急骤贬值，自宋以来开始的中国式的纸钞流通遂逐渐退出经济生活舞台。

银行券与国家发行的纸币

银行券（banknote）是随着资本主义银行的发展而首先在欧洲出现于流通中的一种用纸印制的货币。最初，一般商业银行都可发行银行券。发行银行券的银行，保证随时可按面额兑付金币、银币。到19世纪，在工业化国家中，先后禁止商业银行发行银行券并把发行权集中于中央银行。19世纪末20世纪初，在银行券广泛流通的同时，贵金属铸币的流通数量日益减少，表现出纸制钞票的流通终将取代铸币流通的趋势。

在第一次世界大战前，只是战时或经济震荡时，一些国家才会停止银行券兑现并由国家法令支持其流通。但到第一次世界大战中，世界各国的银行券普遍停止兑现。战后，有的国家曾一度实行可兑换为金块的制度，或可兑换为外汇的制度。但到20世纪20年代末30年代初，世界主要国家的银行券完全成为不兑现的。

与银行券同时处于流通中的，还有一种由国家发行并强制行使的纸制货币。有的国家所称的“纸币（paper currency，paper money）”即专指这种钞票。如在英国，国库发行的钞票即称为“纸币”；过去日本也发行“大日本帝国纸币”；苏

① 《马可波罗行纪》，中文1版，第59章，北京，中华书局，1954。

联曾长期流通过一种国库券，发行者是国库；在美国，这种性质的钞票则是有名的“绿背”钞票。当银行券与这种钞票并行流通时，两者的分工是在面额上：银行券多是大面额钞票；国库发行的钞票则都是小面额的。如美国的“绿背”钞票面额是1美元、苏联曾经流通过的国库券，面额是5卢布、3卢布、1卢布，等等。

中国的现代银行出现较晚。19世纪中叶，外国银行开始在华设点；中国民族资本的现代银行则是19世纪末才开始创业。现代银行出现后，银行券也出现在中国经济之中。那时，西方列强各国，银行券已由中央银行垄断发行；而中国却是商业银行、外商银行、地方政府银行，纷纷发钞。名义上是可兑换为银元的兑换券，但极无保障。1935年，国民党政权实行法币改革，规定中央银行、中国银行、交通银行，后来又加上农民银行这四行发行的钞票为“法币”，是法定不兑现的银行券；1942年又把钞票发行权集中于中央银行。与之同时，在上个世纪三四十年代，各革命根据地，多以根据地地方银行的形式发行钞票。其间，也发行过可兑换银元的兑换券，但大多是不兑现的。人民币是中国人民银行发行的，也是采用不兑现银行券形式。

银行券，下面即将谈到的存款通货，以及后面有关章节谈到的商业票据等，通常概括称为信用货币。

可签发支票的存款

现代银行的一项重要业务是给工商业者开立支票存款账户。顾客可依据存款向银行签发支付命令书——支票，并用支票支付货款，支付各种收费，履行对国家的财政义务，等等。通过支票的收付，付款人在银行存款账户上的相应款项转为收款人在银行存款账户上的款项；依据存款，收款人又可履行自己的支付义务。这样的过程称之为转账结算。可用于转账结算的存款，与银行券同样发挥货币的作用。所以，这种可签发支票的存款被称之为“存款货币（deposit money)”。对于工商业者，对于机关团体，有钱没钱，主要不是看有多少现钞，而是看有没有或有多少存款，特别是可签发支票的存款；它们的货币收付，现钞只占一部分，大量的则是通过支票转账。在现代经济生活中，存款货币的数量通常都几倍于不兑现银行券的量。

事实上，定期存款和居民的银行储蓄也是货币，只不过它们是不能直接流动的货币。就现代经济生活中的货币都是信用货币这一点来说，与储存在家里的不流动的铸币和纸制的货币有类似之处。

外汇存在的种种形态

第一节提到外汇。在那里，对外汇给出的是一个极其笼统的界说——外国的货币。这一节讲了货币存在的种种形态，那么外汇有哪些存在形态呢？

讲到外汇，人们首先想到的是某种外币现钞，如美元钞票、英镑钞票、日元钞票、德国马克钞票、法国法郎钞票、意大利里拉钞票，等等。当然，还必然会想到与相应钞票伴随流通的小额金属硬币。然而，就如同国内的货币收付总额中用现钞和硬币进行的只占一小部分一样，在对外收付总额中，用外国钞票和硬币进行的也同样是一小部分。

外汇之中，有须用外币结清的票据，有在银行的外币存款。银行的外币存款，包括境内银行（本国的银行和外国在本国境内的银行）的外币存款和境外银行的外币存款。依据存款，可提取外币现钞；但更主要的是据以签发支票等转账结算工具进行货币收付。

在外汇中的另一大块是以外币标示的有价证券。其中主要是外国政府的债券、外国公司的债券和股票。

这里给出的说明也是相当粗略，颇不周延的。由于国际货币收付极其复杂，外汇的存在形态更是多种多样，对于非专业人员来说，往往难以凭借日常的感性知识来理解。比如，根据国际协议，限定用于国际支付的本国货币或以本国货币标示的债券也被视为外汇。在后面的第五章第一节中有进一步的说明。

电子计算机的运用与无现金社会

在电子技术迅速发展的今天，货币形态也受到了巨大的影响。

首先，电子计算机运用于银行的业务经营，使很多种类的银行塑料卡取代现钞和支票，成为西方社会日益广泛运用的支付工具。由于这些银行卡的迅速发展，有人认为，它们终将取代现金，这样就会出现无现金的社会。

同时，由于计算机网络迅速覆盖全世界，纯粹的网络银行出现了，传统银行的业务也有越来越大的部分在网上运作。如此等等，是否有可能使得处于电磁信号形态上的货币成为货币的主要形态？这已不是当前还不值得花费精力来研究的遥远问题。而且，这样的趋势将使货币本身乃至市场经济的运作发生怎样的变化，也同样值得关注。

在中国，1986 年中国银行发行了长城卡；1989 年中国工商银行发行了牡丹卡；1991 年中国建设银行加入了世界最大的 VISA 信用卡集团。90 年代的后两三年，在推进银行卡方面有长足进展。世界上一些有较大影响的银行卡，在中国的一些大城市中早已使用多年。

第四节　货币的职能

古今不同学派的经济学者，对货币职能的划分实质上没有太大的分歧，划分标准也大体一致。但对于如何概括、如何剖析每个职能则存有不同的见解。马克思从历史和逻辑统一的角度，对货币的职能是按照价值尺度、流通手段、货币贮藏、支付手段和世界货币的顺序加以排列的。归纳国内外就当前的经济生活对货币职能的论证，货币的主要职能有：（1）赋予交易对象以价格形态；（2）购买和支付手段；（3）积累和保存价值的手段。

赋予交易对象以价格形态

现代的经济生活中，作为交易的对象都具有价格：出售的商品，提供的服务有价格，证券市场上交易的股票、国债、公司债有价格，土地有价格，货币的贷出与借入，要利息，利息也称为货币的价格。价格是由一定的货币金额表示的。交易对象如果不具备用一定金额表示的价格，则无从设想交易如何进行；或者说，不伴随有价格的对象就不成其为交易对象。

在形形色色的价格中，商品、服务的价格是最早的价格形态，在今天仍是价格大系统中的核心和基础部分。如何解释商品的价格形态，对于剖析货币的职能具有首要意义。马克思对于货币的职能的剖析就是从这里开始的。

马克思是把货币赋予交易对象以价格形态的职能定名为价值尺度（measure of values）。对于价值尺度职能的剖析则是基于其劳动价值学说。所有商品之所以具有用黄金——在马克思的分析中黄金实指货币商品——表示的价格，是因为创造商品的私人劳动要求表现出其社会性，要求得到社会承认，并从而要求用黄金表现自身的价值；而黄金之所以有可能用来表现所有商品的价值，是因为它与所有商品一样，也是劳动的产品。比如一件衣服之所以值 50 克金子，是因为一件衣服与 50 克金子都是劳动产品，而且所包含的劳动耗费相等；一张桌子之所以值 100 克金子，是因为一张桌子与 100 克金子都是劳动产品，而且所包含的劳动耗费相等；一套房子之所以值70 000克金子，是因为一套房子与70 000克金子都是劳动产品，而且所包含的劳动耗费相等……

有了价格，衣服、桌子、房子就可以相互比较：

50g 金∶100g 金∶70 000g 金；　即 1∶2∶1 400

各种商品可以通过价格相互比较，归根结底，是因为它们都是劳动产品，而用货

币所表示出来的比例正是生产它们的劳动耗费的比例。

当然，解释今天的货币如何度量劳动，是价值、价格理论的新课题，需进一步研究。但无论如何，货币通过价格形态使商品、服务能够相互比较，这依然是客观存在。

如前指出，价格，不仅限于商品、劳务的价格，而非商品、劳务的价格，则另有各自的内涵。如有价证券、如土地，讨论它们的价格时，也常常剖析与它们的价值存在着怎样的关系。但这里提到的“价值”，显然，并不是劳动的凝结。下面在金融市场等有关章节再作讨论。

货币单位

不论是按怎样的规律形成的，各种交易对象具有不同的价格，即带有不同的货币数量标志出现在交易领域之中。这里事实上包含着一个必要条件，即存在可以比较不同货币数量的单位。

各种货币商品本来就分别具有衡量各自使用价值的单位。比如贝壳是以“朋”计算，牲畜是以“头”计算，绢帛是以“匹”计算，金属是以重量计算，等等。所以，最初的货币单位（money unit，currency unit）同衡量货币商品使用价值的自然单位，如朋、头、匹、斤、两等是统一的。例如前面提到过，秦铸造过“半两”铜钱，汉铸造过“五铢”铜钱，钱面上分别铸有半两、五铢字样。史书说，这些铜钱“重如其文”，即含铜重量与钱面上的文字相符：那时 16 两为一斤，半两为 1/32 斤；24 铢为一两，5 铢为 5/24 两，或 5/384 斤。后来，价格单位与自然单位逐渐分离了。（1）货币单位采取了另外的名称。如唐代铸“开元通宝”。“通宝”是钱的名称，单位则叫“文”。不过“文”仍然代表一定重量的铜。如开元通宝重 2 铢 4 絫（10 絫等于 1 铢），积 10 文重 1 两，16 两为一斤，1 000 文重 6 斤 4 两。只不过不像“半两”、“五铢”那样，直接在钱币上标明重量。再如，20 世纪 30 年代中期以前中国流通的银币是以“元”为单位。这是外国银币流入后，中国人给它所起的单位名称，以别于那时已通用多年的计算单位“银两”。但“元”实际上也有确定的白银含量，通常说的“七钱二”——“钱”为 1/10 两，就是其重量的约数。（2）货币单位的名称仍是重量名称，但由于种种原因，实际含有的重量已与名称完全脱节。比如英国的货币单位“镑”就是重量单位名称。不过早在 1816 年正式采用金本位时，每盎司金，合金币 3 镑 17 先令 10.5 便士（3.893 75镑）。而从重量上说，12 盎司为 1 磅，即 1 磅重量的金合金币46.725镑（3.893 75×12）。

本来，“文”代表一定重量的铜，“元”代表一定重量的银，“镑”代表一定

重量的金，但人们不是把商品的价值说成等于多少重量的铜，多少重量的银，多少重量的金，而是说成"值"多少"文"，多少"元"，多少"镑"。在这种情况下，不仅看不见劳动时间，就连货币金属及其重量也被抽象掉了。于是"文"、"元"、"镑"等等在人们的心目中逐渐成为一种神秘的价值单位，似乎这些名称本身就有一种能够测量价值的本领。

在现代世界各国的经济生活中，像20世纪初以前的那种金属铸币流通的情况根本不存在了。在我国经济生活中，存在的是人民币。人民币的单位是"元"，一切商品的价值都是用多少"元"来表示。其他国家商品的价值也是各以自己国家的货币单位，如镑、法郎、卢布、美元等等来表示。如果说在20世纪70年代末之前，至少有些国家的货币还规定有含金量，如从1934年到1971年美元的法定含金量定为0.888 671克。同时有的国家把自己的货币同具有法定含金量的货币固定比价。也有的货币既无法定含金量，又不与具有法定含金量的货币挂钩，但只要与前两种货币有市场比价，也可以说，其货币单位终归包含黄金内容。但自70年代末黄金在世界上"非货币化"以来，这些联系也都不存在了。这就必须依据发展了的生活实际，对货币单位的实质做出进一步的科学解释。

价格波动

价格总是处于不断变动的状态。人们在两千年前即开始研究商品价格的变动；直至今天，商品、服务价格的波动依然是经济学、金融学的重大研究课题和经济决策者观测经济形势时严密关注的项目。

对于价格的波动，马克思是这样剖析的：价格是价值的货币表现，但并不意味着价格总能一丝不苟地表现价值；恰恰相反，价格通常不是高于价值，就是低于价值，完全符合价值的情况却是偶然的。导致价格与价值背离的原因，其中起最大作用的是供求对比：一件商品的供应大于需求时，价格会下跌；如果需求大于供应，价格会上涨。通俗地说，价格一般地包含价值和供求对比两个因素。

如果暂不考虑对价值的不同理论解释，那就是商品、服务的市场供求对比会使价格出现或高于、或低于其"应有水平"、"中位水平"、"均衡水平"等等的摆动。

价格波动，在市场机制中起着极其重要的作用，那就是指引着资源的再分配。任何经济理论均不能否定这一规律的客观存在。中国的古代，有许多这方面的论述。最完整的是出于司马迁。他在举出东西南北各有不同的出产之后指出：这些出产"皆中国人民所喜好，谣俗被服饮食奉生送死之具也。故待农而食之，

虞而出之，工而成之，商而通之。此宁有政教发征期会哉？人各任其能，竭其力，以得所欲。故物贱之征贵，贵之征贱，各劝其业，乐其事，若水之趋下，日夜无休时，不召而自来，不求而民出之。岂非道之所符，而自然之验邪？"[①] 在西方经济学中，作为经典的亚当·斯密的"看不见的手"，正是通过这样的机制实现其作用的。

货币购买力

价格的倒数是货币的购买力（purchasing power）。价格高，货币购买力低；反之，货币购买力高。货币购买力是对所有商品而言的，所以它不是某一商品价格的倒数，而是所有商品价格的倒数。各种商品价格的变动并不一致，其总的变动状况由物价指数来表示。所以货币购买力变动的趋势和幅度是物价指数变动的倒数。比如物价指数上升25%，那么货币购买力就下降20%。经济目标之一的稳定就是指物价指数波动不大，从而货币购买力变动甚小的状况。[②]

把各国不同货币的购买力加以比较，即可比出名称不同的货币单位相互之间的比值。如从购买力比较，一美元相当于多少人民币元，相当于多少日元，等等。道理不难理解，但具体计算极为困难。现在有联合国国际比较项目提供的以美元为标准的购买力平价（purchasing power parity，PPP）。

交易媒介或流通手段

物物交换是商品所有者拿着自己的商品去找持有自己所需商品的所有者去交换。有了货币，则商品所有者先要把它换成货币，即"卖"出；然后再用货币换取所需要的商品，即"买"进。这样，商品的交换过程就变成买与卖两个过程的统一。在买与卖的过程中，商品是被卖者携进交易过程并力求将它换成货币；而买者一旦用货币换进商品，商品就会退出交易过程——或用于消费，或用于经营。而在商品进进出出的同时，货币则不断处于这一过程之中作为交易的媒介为交易服务。以货币作为媒介的商品交换是一个连绵不断的过程，这个过程被称为商品流通。而在商品流通中，起媒介作用的货币，被称为流通手段（means of circulation），或被称之为购买手段（means of purchase）、交易媒介（media of exchange）。

---

① 司马迁：《史记·货殖列传》。

② 货币购买力这个概念有时也在分析市场供求中使用，用以表示有货币支持的需求，如居民货币购买力的增长幅度如何，等等。

价值尺度与流通手段的统一是货币

在马克思关于货币职能的论证中，价值尺度和流通手段是作为货币的两个最基本的职能来剖析的：商品要求自己的价值表现出来，从而需要一个共同的、一般的尺度；商品要求实际转化为与自己价值相等的另一种商品，从而需要一个为社会所公认的媒介。当这两个最基本的要求由一种商品来满足时，这种商品就取得充当货币的资格。“一种商品变成货币，首先是作为价值尺度和流通手段的统一，换句话说，价值尺度和流通手段的统一是货币。”[①]

一种商品一旦成为货币，整个商品世界就一分而为二：所有商品只是分别地作为特定的使用价值；而货币，同所有商品相对立，成为一切使用价值和物质财富的代表，成为惟一的、独立的价值体现者，并具有了独立的运动规律。货币的其他职能以及与货币相关联的诸范畴都是从这点展开的。

如果撇开劳动价值的讨论，事实上，从马克思之前直到今天的经济理论中，摆在首位的货币的职能，与马克思一样，普遍是这两者：货币给出价格；货币媒介交易。这也就是说，普遍认定，这两者的结合是货币；或者说，就是这两者构成货币的核心。

支付手段

在商品交换发展的过程中，有时要买，却一时手头没有货币；同时也有想卖却一时卖不出去（即没有货币来买）的情况。买，手头无货币，可寻觅接受延期支付条件的卖主；卖，找不到手头有货币的买主，降而求其次，允诺承担延期支付义务的买主也是次优的选择。于是就产生了有利于买卖双方的赊买赊卖行为。赊买赊卖，要以货币的支付结束一个完整的交易过程；这时，货币已经不是流通过程的媒介，而是补足交换的一个独立的环节，即作为价值的独立存在而使早先发生的流通过程结束。结束流通过程的货币就是起着支付手段（means of payment）职能的货币。

随着商品交换的发展，货币作为支付手段的职能也扩展到商品流通之外，在赋税、地租、借贷等支付中发挥职能。不论是在赊买赊卖中，还是在其他支付中，没有商品在同时、同地与之相向运动，这是货币发挥支付手段职能的特征。

在发达的商品交换中，大宗交易是支付手段起作用的主要场所。在资本主义社会，大宗交易的相当部分是采用延期付款等信用买卖方式进行的。不仅如此，纵然是现款交易，由于种种技术上的原因，在大宗交易中的交货地点与付款地

① 《马克思恩格斯全集》，第13卷，113页，北京，人民出版社，1962。

点、交货时间与付款时间也往往难于一致，因而很少能像一般小额交易那样当面钱货两清。特别是银行介于买者与卖者之间，如委托银行收款或付款，这时的现款交易更不能不包括银行信用的因素在内。由于信用因素介入，所以在通常所谓的钱货两清的大宗交易中，从经济实质上看，货币虽是发挥流通媒介的职能，而同时却又以支付手段的职能出现。在复杂的实际生活中，这种职能交错的现象是不可避免的。

支付手段发挥作用的另一个重要场所是国家财政与银行信用领域。财政的收入和支出，银行的吸收存款和发放贷款，都是货币作为价值的独立存在形态所进行的运动，因而是作为支付手段在起作用。无论在哪种意识形态下的商品社会，在财政和信用领域中作为支付手段而运动的货币均以集中、大额为特点，对经济生活的影响极为显著。

在工资和各种劳动报酬的支付中，货币也是发挥支付手段的职能。马克思在剖析资本主义社会时，指出货币在工资支付中之所以是支付手段，是由于劳动力是赊购的：资本家购入劳动力时并不支付现款，只是在劳动力被使用之后才支付。如果不着眼于劳资关系的剖析，之所以把向劳动者支付的货币视为支付手段，也是由于这是一种价值的独立的转移。

流通中的货币

发挥支付手段职能的货币同发挥流通手段职能的货币一样，都是处于流通过程中的现实的货币。所谓流通中的货币，指的就是这两者的总体。流通中的任一货币，往往是交替地发挥这两种职能：用来作为支付手段的货币往往是已经实现了的商品价值的体现者，即曾发挥过流通手段的职能；而经过一次或几次支付之后，又往往会再用来实现商品的价值，即再作为流通手段用于购买，等等。

通常，在讨论一般经济和金融问题时，最为关注的是要求把握现实货币总量的动态。同时，要把职能交替发挥的流通手段与支付手段在数量上加以细分，实际上也极困难。所以，在现代的货币、银行、金融市场等教科书中，往往是把流通手段和支付手段合而为一，统称购买和支付手段；也有统称为交易媒介、支付媒介的，有时也用支付手段来统指流通与支付这两个手段。

货币需求

上面讨论了两个职能：（1）赋予交易对象以价格形态；（2）购买和支付手段。在这两者之间存在着一个极其明显的区别。当货币发挥赋予交易对象以价格形态的职能时不需要任何现实的货币摆在面前。比如，人们给商品标价并不需要

把货币与商品捆在一起，只要写个标签即可。可是要购买、要支付，必须有现钱在手；卖东西不要钱不合常理，买东西不给钱不能成立；讨账只满足于空口要求还钱而不要现钱有悖常理；说还账不拿出现钱也难以过关。至于是金银币、是钞票、是支票、是电子货币以及无论哪种可能的货币形态存在，则都属于现实的货币，或通俗说的"现钱"的范围之内。正是由于作为购买和支付手段的职能必须要求有现实的货币存在，所以就有个货币需求（demand for money）的问题。

关于货币需求，通常是从商品交易的需求，即流通手段的需求着手讨论。

经济生活中需要多少作为流通手段的货币呢？比如一件商品的价格是1元，那么这件商品能够卖出的条件就是流通中有1元货币存在。进入流通的商品不是一种，每种商品也不是一件，这就有个商品价格总额。如用 P 代表价格，Q 代表商品数量，那么价格总额就是：

$$\sum P_i Q_i \quad (i=1,\ 2,\ 3,\ \cdots,\ n)$$

或简化表示为 PQ。假如商品同时要求出售，那么就要求有 PQ 数量的货币准备在那里。但事实上各种商品在时间上是有先有后地进入流通的。比如农民把粮食卖出，换成货币，这笔货币可能会在几个月内分散地使依次进入流通的工业品得以卖出；工厂卖出工业品所获得的货币又可依次用来购买原材料，实现原材料这类商品的价值，等等。这样，1元货币即可使几元价格的商品实现其价值。在一定期间货币可实现几次买或卖的行为，通常称之为货币流通速度（velocity of money），用 V 来表示。考虑到 V，则对货币的需求可表示为：

$$PQ/V \tag{1·1}$$

作为媒介的货币，虽然要求现实的货币，但由于它只是手段，而不是目的，所以自古以来，人们就发现它可以用有权威证明的符号来代替。这类符号有不足值的铸币，有用纸印制的钞票。流通中的符号供给过多，就会发生货币贬值，物价昂贵，这是客观规律。马克思在论述纸币时，曾以金铸币流通为背景论证过这个规律。[①] 在现今的货币流通条件下，通常是这样表述的：在其他条件不变的情况下，价格相对于货币数量成正比变化，即货币数量多了，物价即相应上涨；货币数量少了，物价即相应下跌。当 P 为给定值时，PQ/V 表示对货币 M 的需求量；如 M 为不兑现的符号，则 M 又正比地决定 P。这样，就有了描述客观货币流通过程的如下恒等式：

$$PQ \equiv MV \tag{1·2}$$

把作为流通手段的货币需求模型扩及支付手段，即可建立对购买和支付手段

---

① 参见《马克思恩格斯全集》，第13卷，108页，北京，人民出版社，1962。

需求的模型。但作为基本理论的探讨，通常无须引入扩展的模型。有关这方面的进一步讨论见货币需求一章。

积累和保存价值的手段

当具备给出价格和交易媒介职能的货币一经产生，便立即具备了用来积累价值、保存价值、积累财富、保存财富的职能。

马克思是这样论证的：当买卖的链条一经中断，卖以后没有随之以买，货币退出流通而处于静止状态，则发挥贮藏的职能。需要指出的是，卖与买之间常常是有一定时间的间隔的。如果一个农民在集市上卖出自己的粮食并随即用获得的价款购买了农具，虽然多少也有时间间隔，但极短，可视为买卖之间无间隔；要是获得的货币将在一些时日之后再购买，那么买卖的间隔则是显然的。一般说来，如果在不长时日要用以购买，那么，这样的货币只是流通手段的准备，而不是以积累和保存价值为目的，马克思并不把它归之于货币贮藏。

马克思以金属货币流通为背景，论证了货币贮藏的作用是作为调节流通中货币数量的蓄水池：流通中货币数量过多，过多的货币转为贮藏；流通中货币数量不足，贮藏的货币相应地进入流通。这是金属货币流通条件下一个极其重要的自调节机制。但这样的机制是以足够大的贮藏为前提条件的，而货币贮藏足够大的条件并非必然存在。如果贮藏数量不足，经济生活需要增加流通手段时就得不到必要的补充。例如，中国历史上的唐宋曾出现过铜铸币短缺的"钢荒"，明清之际曾出现过流通中白银不足的"银荒"。在这种情况下，银、铜本身的价值虽然并未提高，物价也会下跌。相反的情况是金银大量涌人而贮藏机制一时难以吸收突然增多的货币，这时金银本身的价值虽然并未下降，物价也会腾贵。

贮藏金银是积累和储存价值的古典形态。金银本身有价值，因而这种贮藏不论是对贮藏者本人来说，还是对社会来说，都是价值或财富在货币形态上的实际积累。不管是以金币、银币的形式储存，是以金锭、银锭的形式储存，还是以金银饰物的形式储存，其作用都是一样的。当前，虽然世界各国的货币已割断了与黄金的任何直接的法定联系，但不只是私人，而且各国政府也仍然把黄金作为贮藏的对象。

随着现代货币流通的发展，人们除了以金银积累和保存价值外，主要地还是采取在银行存款和储蓄的方式；直接储存纸货币符号的也不少。对企业和个人来说，这些方式也同样有积累和保存价值的意义。但从整个社会角度来看，则并不意味着有对应数量的真实价值退出流通过程静静地不动。因为与贵金属不同，纸印制的货币不过是一张纸片，银行的存款和储蓄只不过是账簿上观念的数码，它

们本身都没有实在的价值。纸货币符号和各种存款表明持有者具有从社会中取得相应数量的商品和服务的权利；持有者推迟了他们对这种权利的利用，目的是以待来日，这正是储存货币对个人、对企业的意义所在。但储存者并未享有的商品和服务，却通过种种方式被用于生产、流通和投资等过程之中。从这个角度看，货币作为积累和保存价值、财富的职能所发生的这种变化正是社会进步的表现。在这种情况下，再用"货币贮藏"的概念来表述这一职能的特征就显得有些过于古老了。至于如何称呼，没有经典的、统一的说法。常见的是：作为积累、保存价值的手段，作为积累、保存财富的手段，等等。或简言之：保存价值（store of value）的职能。

积累和保存货币，有时其本身就是目的，即为了积累而积累——保存货币在手即是享受。但更多的时候，积累和保存货币是手段。在发展了的商品生产条件下，种种经济行为是要积累一定数量的价值才能进行的。比如，小生产者为了维持自己的生产与生活，需要积累一定数量的货币，以备在自己的产品不能出卖时不致无法周转；工商企业为了保证不间断地经营，或为了扩大投资，也必须积累一定数量的货币，等等。

这里有必要指出一点，即经济对货币需求不仅包括对现实流通着的货币——包括流通手段和对支付手段——的需求，事实上还存在着对保存价值的货币需求。上面在谈及贵金属流通时指出，如果不考察贵金属用于贮藏的需求，则不能把握货币流通的全面状况。同样，在考察摆脱贵金属的货币流通时，也不能丝毫忽视对不流动的货币需求的剖析。

国际交往中的货币职能、汇率

在第一节讲到，在国际交往中是不能离开货币的。

在20世纪初之前的多少个世纪，是贵金属和贵金属铸币流通的世界。以之为背景，马克思曾以世界货币的提法概括了在国与国之间货币发挥职能的特征和规律。他指出，作为世界货币，其职能是充当一般的支付手段、一般的购买手段和一般的转移财富的手段。当然，隐含的前提，还是计价的尺度。但他同时强调，只要是作为世界货币，货币必然是脱去了"本国的制服"而以贵金属本身的价值发挥作用。通俗的解释，即实际是以贵金属——如黄金、白银——本身的成色和重量起作用。

在贵金属铸币流通之际，当时西欧的国与国之间，在和平时期，贵金属是可以自由输出入的。对于这种状况，文献以"黄金自由输出入"来概括。由于黄金的自由输出入，保证了各国金铸币比价的稳定。

现在，货币在国际交往中，依然是计价和支付的手段，与一两个世纪前没有多大区别。但随着贵金属铸币的退出流通，特别是黄金在世界范围的非货币化，马克思时代货币作为世界货币的贵金属约束条件已不复存在。现在，在国际交往中，货币发挥职能，不仅不会脱去本国的制服，而且是以身着国别的制服为必要条件。比如，可以在国际交往中用来计价和支付的首先是“硬通货”，如美国的“元”、英国的“镑”、瑞士的“法郎”……现在还有“欧元”。至于“软通货”，包括我们的人民币在内，则只能在有限的范围内为国际交往服务。但不论如何，则都是穿着“制服”发挥职能。

上面提到各国金铸币比价，这是涉及汇率（exchange rate），即国与国之间货币折算比率、兑换比率的问题。铸币，是穿着国别“制服”的贵金属；既然有不同国度铸币之别，因而就存在彼此之间的兑换比率。不过，当各国的货币由贵金属铸造，熔化了还原为贵金属，贵金属是同质的，没有国界——丧失了兑换比率，却也没有多大损失。现在各国的货币，摆脱了贵金属的内容而只留下了制服。而只有“制服”的货币，如果“熔化”了——烧掉了、撕毁了，则一无所有。但却不能丧失本币与其他各种货币之间的兑换比率；否则，则无从进行国际交往。所以，汇率成为货币问题中最为重要的一环。第五章将作专章讨论。

第五节 货币的界说

如何界定货币，或如何给货币下定义，由于时代背景不同，由于观察角度不同，由于观察深度不同，由于侧重于理论剖析与侧重于解决处理实际问题的需要不同等等，在文献中会找出许多不同的答案。初学的人，往往企求找出一个简明而经典的说法并把其他说法排除。这是失之于肤浅的想法。因为对于像货币这样的经济范畴，如不从不同视角、不同深度来认识其性质，是不可能有必要的理解的。仅仅会背诵一条定义，应该说并不意味着迈进了了解货币的门槛。

从职能视角的货币界说

在经济学说中，自古至今，一直存在着从流通、支付的职能来界定货币的种种说法。

《管子》一书的《国蓄》、《轻重乙》、《揆度》等篇，有这样的界说：“黄金、刀币，民之通施也”，“黄金、刀币者，民之通货也”，“刀币，沟渎也”。《汉书·食货志上》则有“……金刀龟贝，所以分财布利通有无者也”的概括。这类说

法，明显是强调货币在流通和支付中的作用和特征。

在西方经济学中，如亚当·斯密有“货币是流通的大轮，是商业的大工具”的提法。[①] 现在教科书中通常的概括是：货币是普遍被大家接受作为偿付货款和服务的手段；货币是在交换中被普遍接受的任何东西，等等。更简化的说法，如交易的媒介、支付的工具等等都可用来表述货币。不过西方经济学教科书特别强调普遍被接受这一限定词。但这个限定条件即使没有表述出来，也是隐含的不可缺少的前提。

事实上，这类界定都还有一个更为重要的、不可或缺的前提，即货币赋予所有交易对象以价格形态这样的前提：要是没有货币金额这样的形态，无从确定应该支付多少，支付如何进行？

应该说，马克思从职能角度给货币所做的界定既简明，又完整。那就是上节已经提到的：价值尺度与流通手段的统一是货币。这个界说，按照马克思的思路，也可表述为货币是表现和实现价值的惟一形式。

一般等价物

一般等价物（universal equivalent），是翻译过来的词。“equivalent”这样的词，在日常生活中广泛使用。其中，“价”、“价值”的含意，可以用以指劳动价值，也可以并非用以指劳动价值。因人，因学派而异。同时所指的也可能超出经济学意义之外。“物”，也不必定是实实在在的“物”，而是更泛泛的对象。“universal”则有普遍的、共同的、通用的、全体的等等类似的含意。说货币在商品世界里可以是与所有商品处于等价地位的事物，这也是能够被普遍接受的界说。

在我国的有关教科书中，大多把一般等价物认作是马克思给货币下的定义。实际上，马克思并没有专门给货币下定义。就他论证货币起源的思路及有关行文，可以归结出这样的界说：货币是商品世界中排他性地起一般等价物作用的特定商品。当然，也可简化为“起一般等价物作用的商品”。但需要注意的是：之所以是马克思的定义，并不是“一般等价物”这几个字，而是马克思赋予这几个字的劳动价值学说的内容，是他在论证一般等价物的过程中所展开的对劳动价值说最本质、最透彻的阐释。

现在的问题是，各国的货币运动都与最后一个在世界范围内起一般等价物作用的货币商品——黄金——割断了联系。在这种情况下，如果不是把一般等价物

① 亚当·斯密：《国民财富的性质和原因的研究》上卷，中文1版，25页，北京，商务印书馆，1972。

拘泥地解释为某种商品，而是解释为某种等价“形态”，那么一般等价物的界说依然可以沿用下来。至于其不断深化的内涵，无疑需要加以探讨。

上面讲解了两条：其一，货币是普遍被接受的作为购买、支付的手段（隐含着赋予交易对象以价格形态的前提）；其二，货币是市场经济中的一般等价形态。回答货币的界说或定义的问题，综合以上两点，或许可以说达到起码的要求。当然，理解应有必要的深度。至于要求更全面、更本质的认识货币，则必须进一步扩展视角。

货币与流动性

自凯恩斯经济理论流行以来，“流动性（liquidity）”几乎成为货币的同义语。如果不是联系流动性偏好等理论论点，而是仅就“流动”的性能来把握，与任何商品比，与任何后面将要讲到的有价证券比，货币的流动性都是最高的。

自货币从林林总总的商品世界中脱颖而出，它就成为所有商品的追逐对象——需要卖出的商品只有换来货币才算完成“卖”的飞跃。在这样的形势之下，用货币去“买”就有了绝对的主动权，即货币具有了与任何商品交换的能力。无论从普遍被接受的作为购买、支付手段的界说，还是从一般等价物的界说，均可逻辑地引申出这样的判断。

有价证券都是以货币金额标示的。相对于用途具体的种种商品，一般说来，它们的流动性大得多。但与货币相比，还是差一个层次。凯恩斯在论述货币需求时是把货币与国债相比较。国债，在现代的市场经济中，是极其容易转换成现款的。但货币就是现款，而国债则需要有个变现的过程。所以在凯恩斯那里，流动性的概念仅仅赋予货币。

社会计算工具或“选票”

这是从货币在“看不见的手”或我们习惯说的“价值规律”之中发挥作用的角度所给出的界说。

货币在马克思所论证的价值规律也即“社会必要劳动时间作为起调节作用的自然规律”[①] 中，起着极其重要的作用。列宁特别重视这一点，并把货币看做是“社会计算”的表现形式。

在第二节中已经指出，商品生产的基础是社会分工与私有制。由于社会分工的发展，每个劳动者只能在社会分工的一个部门中从事一种或数种产品的生产。

① 《马克思恩格斯全集》，第23卷，92页，北京，人民出版社，1972。

因而，在社会分工的条件下，生产者就结合成一个彼此相互依赖的整体，而每一个商品生产者的这种或那种劳动都应该是社会总劳动的构成部分。但是生产资料的私有制又使商品生产者彼此隔离开来。每个商品生产者应从事哪种劳动，应生产哪种产品，应生产多少产品，在私有制下是没有一个社会机构有计划地加以组织安排的。所以商品生产者的劳动直接是私人劳动，却不一定是，或不一定完全是社会分工体系的有机构成部分。

货币出现以后，商品的生产劳动是否具有社会性就要通过商品与货币的交换来检验：假使商品生产者的产品不是社会分工的有机构成部分，从而不为社会所需要，那么，他就不能卖掉它，就不能用它获得货币，从而也就不能获得社会上其他成员的劳动生产品；反之，假如他的产品为社会所需要，那么他就能把它换成货币，并从而可以取得社会上其他成员的劳动生产品。不仅如此，通过货币还可证明某种劳动有多少是为社会所必需。如果某种生产劳动超过了自发的社会分工的必要，那么这种劳动的产品就会在市场上供过于求。这样，该种商品只能以低价——较小的货币金额——出售，从而只能换得较少的货币。反之，该种商品就会以高价——较大的货币金额——出售，从而可以换得较多的货币。所以列宁指出："个体生产者供他人消费的产品只有采取货币形式，就是说，只有预先经过质量和数量两方面的社会计算，才能到达消费者手里，才能使生产者有权获得其他社会产品。而这种计算是在生产者的背后通过市场波动进行的。"[①]

货币不仅证明商品生产者的私人劳动是否，或有多少为社会所需要，同时还能反映出商品生产者生产商品的个人劳动耗费是多于还是少于社会必要劳动耗费。在私有制条件下，各个生产者的生产条件是不相同的：比如，一些生产者具有较优良的生产资料，另一些人所拥有的则是较落后的生产资料。由于生产条件不同，劳动耗费也就会不同：前者的个人耗费会低于社会必要劳动时间，后者则会超过。这样，前者出卖自己的产品就会获得较多数量的货币，后者则只能获得较少数量的货币。

正是这些货币信息，使得不依人们意志为转移的客观规律指挥着生产要素的重新配置。

撇开是否遵循劳动价值论的区别，在西方经济学中，从货币信息指挥生产要素配置的视角，把货币界定为"选票"。一个社会生产什么东西，要取决于货币选票：形形色色的消费者对每一件商品是购买还是不购买，这是投不投选票；是愿意出较高的价格还是只愿意出较低的价格，这是投多少选票。在这种情况下，

① 《列宁全集》，中文2版，第1卷，369页，北京，人民出版社，1984。

有的企业赚了钱，它会再投资；有的企业亏损，它就要考虑转产，考虑提高技术，考虑改进管理，等等。消费者的投票是在市场上分散进行的，私人企业的反应也是各自分散进行的。虽然这里没有统一的领导和计划，但却可以有保证社会生存的经济秩序。这就是"看不见的手"的理论，而货币选票则是这只手指挥人们行为的必要环节。

价值规律的自发调节，看不见的手在人们背后的指挥，这是否是不可避免的经济运行机制？从市场经济永恒的立场出发，或肯定它是最完美的，或认为它虽不尽完善，但也无从替代。而共产主义的理论所论证的却是，自发的经济秩序只是人类历史一定发展阶段的秩序，随着生产的发展和人类的进步，自发的经济秩序必将被自觉的经济秩序所取代。然而后者在20世纪的试验并不成功。现在是市场经济观念行时的时代，但市场经济存在弊病也无从否认。因而，对理想经济秩序的求索，纵然一时摆不上迫切的日程，终归是人类发展中抹不掉的具有根本意义的课题。

货币与财富

在欧洲封建社会的晚期，资产阶级最初的经济学说——重商主义，认为金银就是货币，货币就是财富，而且是财富的惟一形态。这是货币即财富界说的典型代表。这种观点反映了新兴资产阶级积累货币资本的愿望，在历史上也确实推动了商品货币关系的发展。但这种观点是错误的。

在商品生产中，作为一般等价物的货币，的确成了社会财富的一般性的代表。但货币并不等于是社会财富本身；就贵金属币材来说，至多只是社会财富的一部分。把部分夸大为整体并且变成"惟一的"，那就会导致货币乃是社会惟一追逐的目标这种极其荒谬的结论。西方有个很有名的寓言：一个古代的国王祈求他用手指所点到的东西都可以变成黄金。他的愿望实现了，但最后他碰到了食物，食物变成了黄金；他碰到了水，水变成了黄金。荒谬的理论结论在这里得到了最为形象的说明。

在中国，这种货币理论观点似乎自古就没有什么地位。不论是主张货币是交易媒介的，还是主张货币是王者用以"御天下"的，似乎都一致赞同这样的观点："珠玉金银，饥不可食，寒不可衣"[①]，即它们绝不是目的，而是手段。

应该说，把货币与财富等同的观点在现代经济理论中已没有什么地位。但在受商品货币关系所支配的人群中间，崇信这种观点的仍大有人在。

---

① 《汉书·食货志上》。

货币与法

我国古代很有影响的一种观点是国家或王权决定货币。比如《管子》一书中认为，金、玉、珠等，产地遥远，得来不易，所以“先王”确定它们为货币。[①]汉晁错认为，众人所以贵重金银珠玉，是因为“上”（指君王）运用它们的缘故。

现代类似的观点由这样的一种定义反映出来：货币乃是法律规定的具有无限偿付能力的事物。即把法作为货币界说、货币定义的决定性的要素。

对于货币及其流通，法有极为重要的意义。下一节有集中的讨论。但把法视为货币本质的要素则是皮毛的。就货币的形成历程来说，国家法定的货币商品，如能真正起货币作用，是由于它们在经济活动中已经是作为货币商品在起作用。如果不是这样，国家以法强制推行也行不通。中国历史上有王莽的货币改制。王莽妄想复古，把早已不再起货币作用的“龟”和“贝”又规定为币材，与金银铜一起，全凭主观制定了一套极其复杂的货币系统。结果“百姓愦乱，其货不行”[②]。就现代经济生活来说，货币商品已退出经济生活，对货币的运作，直接、间接地均有法律调整。但法并未直接规定具有法定偿付能力的事物，如可以签发支票的活期存款，已无人怀疑它们是货币。至于现代不兑现的钞票，其流通都受法律的支持和保护。但是如果客观经济发展没有提供这种钞票流通的基础，法律并不能把它们创造出来。而且一旦破坏了这种通货的流通基础，如恶性通货膨胀的不可遏止，那么法律的强制也并不能挽救人们抗拒使用这种货币的命运。在20世纪，这样的例证俯仰可得。

从控制货币的要求出发定义货币

当今，市场经济也好，计划经济也好，都要通过对货币状况的剖析来观察经济进程以决定自己的经济政策和措施，而且也都要通过对货币的控制实现对整个经济进程的干预和调节。这就有货币统计的问题，有货币政策操作的目标问题，等等。而要处理这些问题，大而化之的货币理论定义是不够的，需要的是非常具体的界说表述：哪些是毫无疑问的货币，哪些是一时分不清是否应该算做货币，哪些可以明确虽有类似货币的性质却不能算做货币，等等。

当然，无论要求如何具体化，也要有理论指导。通常是从能否充当流通手段和支付手段职能的角度出发来具体确定界线。这个出发点是有道理的。因为流通手段和支付手段的数量构成市场购买力，构成市场需求，并影响价格的升降，是

---

① 《管子·国蓄》。

② 《汉书·食货志下》。

关系经济进程的重大问题。

但是在这个大框子里，有的可以立即作为购买手段和支付手段，如现钞、如支票存款，有的却不那么方便。如我国的银行活期储蓄存款，过去是要提出现金后才能购买或支付；现在活期储蓄已可方便地用卡来结账。至于定期储蓄和定期存款，可以并不困难地转化为现实可动用的流通手段和支付手段，但终究不像现钞和支票存款随即可用那么方便。由于存在着区别，所以对能起购买手段和支付手段作用的货币也要划分为若干组。国际通用的是 $M1$，$M2$，$M3$，…系列。国际货币基金组织把各国大多采用的 $M1$ 直接称之为货币（money），它主要包含通货（currency 不兑现的银行券和辅币）和可签发支票的活期存款；把 $M1$ 之外可构成 $M2$ 的称之为准货币（quasi money），如定期存款等。关于这个问题第十四章将专门讨论。

生产关系的体现

上述种种定义和界说，可使我们从不同角度、不同深度认识货币。但若想求得更本质的认识，还需从人与人的关系这个角度来考察。

马克思说："物的货币形式是物本身以外的东西，它只是隐藏在物后面的人的关系的表现形式。"[①] 这里所说的"人的关系"，是指商品经济关系，即产品由不同所有者所生产、所占有，并通过等价交换来实现人与人之间的社会联系的生产关系。换个表述方式，也可以说：货币是商品经济关系的表现形式之一。这个看似非常泛泛的论断，不怎么像界说或定义。但对于指导我们认识货币有着最为本质的意义。比如，货币的存在、货币的特征、货币的职能、货币的作用、对货币的偶像崇拜等等，总之，所有货币之谜，均可由商品经济这个根子得到解释。

其中，有这样一个问题是至关重要的。我们知道，商品经济的一条根本原则是等价原则：不论是什么样的人，持有什么样的商品，在价值面前一律平等，即都要按同等的价值量相交换的规矩行事。如果取消了这条原则，商品就不成其为商品，价值也就不成其为价值。在这条原则的基础上，货币也相应地具有一个特点，那就是"没有臭味"。货币不论存在于什么人手里，也不论是由于出售了什么样的商品而取得，它都是作为价值的独立体现者，具备着转化为任何商品的能力。当然，统治阶级依靠政治强力可以对货币向某些商品的转化要求某种附带的条件；由于某种需要，国家政权也会追查某些货币的来路。这是任何社会中都存在的现象。比如，为了反"洗钱"、反毒品交易、反国际恐怖主义，当今世界各

① 《马克思恩格斯全集》，第23卷，109页，北京，人民出版社，1972。

国都有追踪货币流动的相关法律。但无论如何，终归不能对每枚货币都附加上历史档案和只能用于某种具体用途的命令书。假如是这样，货币将不成其为货币。

不过，在价值面前的一律平等却是以客观经济条件的不平等或差异为前提的。因为商品经济并不能脱离周围的经济条件而独立存在。典型的资本主义商品经济是以生产资料占有的不平等为前提的。资产阶级占有生产资料，而无产阶级则一无所有。在这样的条件下，出现了一方出卖劳动力和另一方购买劳动力的“平等”交换关系。而通过这个平等交换环节，又不断再生产着资产阶级占有生产资料的不平等的前提。

在以苏联为代表的、典型的、实现了公有制的社会主义社会，资产阶级无偿占有剩余价值的不平等消除了。但社会差异依然存在：即使在公有制内部，就实践经验来看，也还存在着集体所有制和全民所有制的差异，集体所有制各单位之间的差异，全民所有制内部的差异。更何况还有其他虽然并不占主导地位的经济成分。正是这些差异的存在，决定商品货币关系在这样的社会主义经济模型中依然必要，从而等价交换原则也依然起作用。换言之，在苏联模式的社会主义经济中继续存在的在价值面前一律平等的等价交换原则，也仍然是建立在种种差异的前提之下。同时，也正是通过这个等价交换的平等关系不断地使种种差异的前提再现出来。

或许可以这样概括：货币是根植于商品经济关系，体现并服务于商品经济关系，但却不具有任何可能更改商品经济关系潜力的经济范畴。在对货币作更深层次的理论解剖时，这是一个很重要的切入点。

第六节　货币制度

货币制度及其构成

从有文字的历史以来，可以发现，各个国家在货币问题方面都制定了种种法令，这些法令反映了国家在不同程度、从不同的角度对货币所进行的控制，其意图总是在于建立能够符合自己政策目标，并可能由自己操纵的货币制度（monetary system）。

一般说来，有秩序的、稳定的，从而能为发展商品经济提供有利客观条件的货币制度，是共同追求的目标。要求能够有效地操纵货币制度，也包括为了保证这个目标的实现。但没落的王朝在非常的时期，操纵货币制度，则往往是为了搜刮国民财富，为了弥补财政亏空。到了晚近半个多世纪，控制货币制度日益成为

建立宏观调控系统的重要内容，以便有效地利用货币来实现经济发展的目标。

货币制度大体涉及这样一些方面：货币材料的确定，货币单位的确定，流通中货币种类的确定，对不同种类货币的铸造和发行的管理，对不同种类货币的支付能力的规定、等等。所有这些方面，也称之为货币制度的构成要素。

币材的确定

国家规定哪种或哪几种商品（可能是金属，也可能是非金属）为币材，实际上都是对已经形成的客观现实从法律上加以肯定。主观地把现实生活中起不了币材作用的商品硬性规定为币材，或硬不准许现实生活中正在起着币材作用的商品发挥货币的作用，不仅行不通，而且还会造成混乱。

哪种或哪几种商品一旦被规定为币材，即称该货币制度为该种或该几种商品的本位制（standard)。比如以金为币材的货币制度称为金本位（gold standard)，等等。

在很长的历史时期中，往往有两三种币材并行流通。反映在法令上，也往往是对几种币材同时予以承认。就中国来看，从先秦直到清代，铜一直是官方肯定的币材；但先是贝，后是金，然后是帛，再后是白银，与铜并行流通并大都为官方所认定。比照习惯的称谓，也可叫做铜贝本位、铜金本位、铜帛本位、铜银本位等。有时是三种币材同时存在，如宋代的银、铜、铁的并行流通，不过铜、铁各有自己的主要流通地区。在西欧，则有很长一段金、银并行流通的时期。当政府明确金、银都是法定币材时，称之为金银复本位制。单由黄金垄断流通，在先进工业化国家的历史也不长，最早是英国，也是直到 1816 年才正式宣布实行金本位。

19 世纪末 20 世纪初，世界主要工业化国家普遍实现了金本位制。然而好景不长，到 20 世纪 30 年代实际均转化为不兑现的货币制度。到 70 年代之后，各国的法令中都抹掉了以任何商品充当币材的规定。这就是说，在过去货币制度中最重要的一个构成因素——币材——消失了。这对 19 世纪的人们，简直是不可思议的。但毕竟是生活现实。目前的货币制度似乎可比照地称之为不兑现本位，不过这类表述没有什么意义。曾有一种百物本位说，但没有得到广泛的认可。

货币单位的确定

这包括两个方面：货币单位的名称和货币单位的“值”。

关于货币单位名称的演变在第四节中已作了说明：最早与货币商品的自然单位和重量单位相一致，后来由于种种不同原因，日益与自然单位、与重量单位脱

离：有的是保持原名，内容发生变化，有的则完全摆脱旧名，重立新名。法律规定的名称，通常都是以习惯形成的名称为基础。

按照国际习惯，一国货币单位的名称往往就是该国货币的名称；几个国家同用一个货币单位名称，则在前面加上国家名号。如 Franc，音译法郎，是很多国家采用的货币单位名称，前面加上国名，就是各该国的货币名称。法国法郎是法国的货币名称，瑞士法郎是瑞士的货币名称，等等。再如 Dollar，意译为元，也是很多国家货币的名称，加以国名，美元就是美国的货币名称，加元就是加拿大的货币名称，等等。Рубль，音译为卢布，是苏联货币单位的名称，也是货币的名称；Lira，音译为里拉，是意大利货币单位的名称，也是货币的名称，没有其他国家采用同名单位，则不冠国名。中国有些特殊，货币的名称是人民币，货币单位的名称是“元”，两者不一致。外国人搞不清，往往按照他们的习惯，把中国的货币叫做“中国元”。

货币单位的确定更重要的是确定币值。当铸币流通时，就是确定单位所包含的货币金属重量和成色。在中国的历史上，秦王朝统一中国之后，铸“半两”铜币。不久，伴随着战乱，钱币流通也陷于极度的紊乱。汉王朝，为了整顿钱币的流通，曾不断调整钱币的重量。几经反复，将及百年，才在轻重适度的重五铢的“五铢”钱上稳定下来。正是取得了理想的重量和成色的标准，这种五铢钱才能流通七百年。唐的开元通宝名义上比五铢钱轻一半。但汉的斤两轻，唐的斤两重，实际重量相差无几。这个重量相差无几的开元通宝铜钱又流通了一千多年。清末开始铸银元时曾铸 1 两重的银元。但当时在流通中占统治地位的是在世界上已经流通很久的轻重适度的约重 0.72 两的银元。所以 1 两的银元无法流通，不得不停铸，而改按通行规格铸造。

当流通中只有不兑现的货币面尚未与黄金脱离直接联系的情况下，则是确定本国货币单位的含金量，或确定本国货币与世界上占主导地位的货币如美元的固定比价。当黄金在世界范围内非货币化之后，则是如何维持符合自身利益的本国货币与外国货币的比价，即汇率。这可能要求波动幅度不超过一定范围，也可能要求自己的币值偏低，或可能要求自己的币值偏高。关于这方面的问题将在第五章专题研究。

无论如何，当币材的构成要素消失之后，货币单位的确定则成为货币制度中的核心构成要素。

金属货币的铸造

应该说，在已经不存在铸币流通的情况下讲铸币的铸造或造币（coinage）问

题，未免过时。但简略回顾历史，鉴古知今，还有必要。

金属货币的铸造权在古代是一个重大的政策问题。统一中国的秦王朝，实施的是国家垄断铜币铸造权的政策。这可以说，是以前各诸侯国垄断铸造政策的延续和实现华夏一统的重要决策，与“书同文，车同轨”有同等重要的意义。汉初曾两度实行“放铸”，即实行允许私人铸造的政策。但实行的结果则是私人铸造的“恶钱”充斥流通，而符合国家法定重量、成色、形制的“法钱”被排出流通之外。同时，铸造货币的大权旁落，也威胁中央君王的统治。在总结这些经验教训的基础上，遂建立了在中国两千年封建社会中占统治地位的中央集中铸币权的传统。在封建社会，这样的政策对于保证相对稳定的货币流通无疑是重要的，但它也为统治者本身铸造劣币创造了条件。

朝廷铸造重量轻、成色差的铸币并强制百姓按铸币面值接受，从中就可形成财政收入。这是封建王朝屡屡采用的伎俩。这样的收入被称之为“铸币税(seigniorage)”。当然也有相反的情况：为了铸造合乎规格的铸币，不时会出现铸币成本过高的情况，以致成为财政难以承受的沉重负担。但两相比较，后一种情况往往被忽视。

资本主义经济登上历史舞台，要求摆脱封建统治者的意旨而使货币流通的稳定问题能够由法规制度所保证，这就产生了自由铸造制度。所谓“自由铸造”，是指公民有权把经法令确定的货币金属送到国家的造币厂铸成铸币；造币厂代公民铸造，或不收取费用，或收取很低的熔炼打造的成本；公民有权把铸币熔化，但却严格禁止私自铸造。由于技术的发展，在自由铸造制度确立之际，私人铸造合乎法定标准的铸币已有技术困难并极不合算；铸造伪劣币，既犯重罪，又很易被辨认出来。

自由铸造制度的意义，在于可以使铸币价值与其所包含的金属价值保持一致。因为铸币的市场价值如偏高，人们会把贵金属运到造币厂，要求铸成铸币，流通中铸币数量增加；如偏低，人们会把铸币熔成金银锭，流通中铸币数量减少。这实质上是利用货币贮藏作为调节流通货币量的蓄水池作用。随着流通中贵金属铸币的日益减少乃至完全退出流通，这种机制也就不存在了。

在中国，从清末至20世纪30年代法币改革以前期间，银元就是实行这一制度。

本位币和辅币

用法定货币金属按照国家规定的规格经国家造币厂铸成的铸币称之为本位币或主币（standard money）。本位币是一国流通中的基本通货。现在流通中完全不兑现的钞票，也称之为本位币，其含义也不过是用以表示它是国家承认的、标准

的、基本的通货。

本位币的最小规格是一个货币单位。如中国的银铸币全部是1元。有些国家的金银铸币最小规格的面值为5个、10个，甚至100个货币单位。

由于商品价格和服务付费很多是不到一个货币单位或在货币单位之后有小数，因此还需要小于一个货币单位的流通手段。这就出现了辅币制度。辅币（fractional money）的面值大多是本位币的1/10、1/100，其名称则各国不同。如美元的辅币面值为1%，叫“分”；英镑的辅币面值过去很独特，其中1/20的叫“先令”，1/240的叫“便士”，不过现在也改为统一的1%面值，称“新便士”。辅币多由贱金属铸造，为非足值通货。铸造权由国家垄断，铸造数量一般也有限制，铸造收益归国家。贵金属铸币退出流通后，辅币制度则保存了下来。

中国在金属货币流通时一直未形成规范的辅币制度。当铜钱与银两流通时，铜钱可解决小额支付问题，但银两与铜钱并无固定比价：比价因银与铜各自本身价值的高低变化而变化。清末曾铸铜元（圆形无孔），企图建立辅币制，但未成功；铜元与银元的比价仍随银与铜各自的贵贱波动。1935年法币改革后，确定辅币为“角”——1/10元；为“分”——1/100元。但在通货膨胀局面下，未起作用。直至1955年新人民币发行后，角票、分票与硬角币、硬分币的制度才真正确立。

对钞票和存款货币的管理

关于用纸印制的钞票的管理，中国古代有其独特的经验和制度。但现代各国，包括中国在内，对钞票的管理都是从对近代银行券的管理发展而来的。

对于可签发支票的活期存款即存款货币的管理是与对银行和银行业务活动的监管结合在一起的。关于这两方面，将分别在存款货币银行与中央银行两章中讲述。

无限法偿与有限法偿

关于货币法定偿付能力（legal tender powers）的规定是现代货币制度的重要内容。实际上，只要国家干预货币问题，就必然有法律对货币支付能力的规定。比如，统治者对自己铸造的劣币，对自己发行的纸制货币都以法律作为支持，不准拒用。不过定规的、明确有限法偿与无限法偿区分的制度则是在资本主义货币制度建立过程中形成的。

所谓无限法偿，即法律规定的无限制偿付能力，其含义是：法律保护取得这种能力的货币，不论每次支付数额如何大、不论属于何种性质的支付，即不论是

购买商品、支付服务、结清债务、缴纳税款等，支付的对方均不得拒绝接受。取得这种资格的货币，在金属铸币流通时是本位铸币，后来是不兑现的中央银行的银行券。活期存款虽然在经济生活中是普遍被接受的，但一般不享有法偿的资格。有限法偿主要是对辅币规定的，其含义是：在一次支付行为中，超过一定的金额，收款人有权拒收；在法定限额内，拒收则不受法律保护。

当前经济生活中，有关法定支付能力的规定并非这么简单。以我国为例，现金与非现金转账各有自己适用的领域，其中相当部分有极其明确的法令条文规定。

金本位的发展史

货币制度由来久远。古代的货币制度，前面分别从不同侧面作了些必要的介绍，其整体研究则属货币史的范围。这里只对金本位制作简单的回顾。

在金本位之前，是资本主义发展初期（16—18 世纪）最典型的货币制度——金银复本位制（bimetallism，bimetallic standard）。其基本特征是：金银两种金属同时被法律承认为货币金属，金银铸币都可自由铸造，都有无限的法定支付能力。大量金银铸币进入流通，满足了经济迅速发展的需要。但不久就暴露了这种货币制度的不稳定性：当金银铸币各按其本身所包含的价值并行流通时，市场上的商品就出现了金银两重价格，而这两重价格随金银市场比价的不断变动而变动。为了克服由此造成的紊乱，很多国家用法律规定了金币与银币的比价。这是复本位制的典型形态。但金银市场比价并不会由于法定比例的确定而不再发生变化。于是劣币驱逐良币律发挥作用。银贱则银币充斥市场；金贱则金币充斥市场。面对迅速发展的资本主义经济，这种制度日益不能适应客观的要求。

19 世纪，从英国开始，主要资本主义国家先后过渡到金本位制。典型的金本位是金铸币制度，其基本特点是只有金币可以自由铸造，有无限法偿能力。有的国家也铸银币，但银币限制铸造而且不具备无限法偿能力，从而不能像复本位制下那样与金币处于分庭抗礼的地位。

当主要资本主义国家的货币制度分别向金本位过渡时，银行券的发行制度也日趋完善：中央银行垄断发行，有较健全的银行券发行保证制度，以及银行券可以自由兑现为金铸币。这就保证了银行券能够稳定地代表金币流通。同时在那一阶段，有个顺畅的国际贸易发展形势。与自由贸易相适应，具备黄金自由输出和输入的条件，这又保证了各国货币对外比价的稳定。

金铸币本位制相对于以前的币制是比较稳定的，曾被说成是最理想的币制。但由于帝国主义矛盾的加剧和第一次世界大战的爆发，使各国停止了金铸币流

通、银行券自由兑换和黄金的自由输出入。战后，列强之中已经没有一个国家能够恢复金铸币的流通，较好的是建立了金块本位制。所谓金块本位，是说达到一定金额的银行券可兑换为金块。如英国 1925 年规定兑换金块的最低限是1 700英镑。显然，一般公众是没有能力兑换的。再一种是金汇兑本位，即银行券只能兑换为可转换成金块的外币。但这两种制度也没有维持几年。经过 1929—1933 年世界经济危机，任何形态的金本位都不复存在，而代替它们的是不兑现银行券的货币制度。由此开始，世界各国实行的都是这种类型的货币制度。

中央集中计划体制下的货币制度

在资本主义世界金本位走向瓦解的同时，在苏联，根据高度集中计划体制的需要，建立起另一种类型的货币制度。流通中的货币有两种：一是不兑现的银行券；一是可开具各种结算凭证的活期存款。货币单位的名称仍是传统的“卢布”；卢布规定有含金量，但没有多大实质意义。辅币叫戈比，是卢布的 1%。

不兑现的银行券简称现金，活期存款简称非现金。现金与非现金的流通领域有见诸法令的严格划分：现金主要用于工资、服务支付，服务于消费品分配；非现金主要是国营企业事业单位、机关部队团体以及集体经济单位相互之间货币支付的形式。在居民手中的现金，可以在消费品市场上用来自由选购；对于国家机构和国营企事业单位，就法令规定看，是力图对它们的每一笔支付都要进行监督。

这种货币制度的模型形成于上个世纪 20 年代末 30 年代初。第二次世界大战后，其他社会主义国家大都采用了这种模型，其中包括我国在内。自然，国情不同，具体做法也有所差别。从我国现行货币制度的一些规定以及一些有关的名词术语中，还存在着集中计划经济体制下货币制度的痕迹。

第七节　国际货币体系

什么是国际货币体系

当货币制度问题超出国界时，就成为国际货币制度或者国际货币体系的问题。关于国际货币体系较为准确的概念，需要累计一些必要的准备知识才可掌握。这里只是概略地描述一个轮廓。

货币在国际交往之中，主要涉及：（1）彼此之间用什么样的货币相互支付。当金银流通时，自然是由金银最后结清应收应付；在普遍实行不兑现信用货币的

流通时怎么办？(2) 各国货币之间对比，即汇率，如何形成？(3) 任一国家，就整体而言，货币应收应付的对比——体现为外汇收支的对比——是不断变动的。如果应付金额过大，以致有可能影响该国履行支付义务，并从而危及其他国家的支付能力，怎么办？在发达的国际交往中，为了保证货币支付的顺畅进行，自然要求在上述各个方面有共同遵守的规则和秩序。这些规则和秩序，在历史的长河中主要是在长期交往中自发地形成的；到上个世纪，这些规则和秩序则日益主要由国际之间对这些方面所做出的具有不同约束力的安排所体现。广义地说，国际之间既然有货币往来，就会存在有关的规则和秩序，不论这些规则和秩序是否是国际某种协议的安排，均可视为存在有国际货币体系。不过，现在人们谈论的国际货币体系都涉及有关的国际安排。

一百年前是金本位的鼎盛时期。西方主要的工业化国家几乎都建立了典型的金本位的货币制度，并在这个基础上形成了金本位条件下的国际货币体系。这一体系应该说是西方工业化国家之间的国际货币体系；许多弱国，比如当时的中国，并不是这个国际货币体系俱乐部中的正式成员。就国际货币体系的发展来说，金本位的国际货币体系可以说是历史传统的最后的体现者，即基本是在国际经济交往中客观形成的体系，从而国际“安排”的色彩尚不浓重。所以谈论体现着国际安排的国际货币体系应在金本位之后。大体可分为金汇兑本位下的国际货币体系，以美元为中心的国际货币体系，以浮动汇率为特征的国际货币体系，以及有诸多新发展的当前国际货币体系。

金汇兑本位下的国际货币体系

金汇兑本位（gold exchange standard）是一种必须有双边或多边的国际安排才能成立的国际货币体系。

第一次世界大战后曾短暂存在过的金汇兑本位，最初是与少数国家事实还存在着本国银行券可兑换为金块的金块本位制（gold bullion standard）这种情况联系着。这时国际货币体系的特点是：(1) 各国货币依然维持金平价（gold parity），即规定有含金量。但只是一种不完全的金平价，本币不能自由兑换成黄金，而是通过兑换外汇间接与黄金联系。(2) 汇率实际上是一种钉住汇率制度，即与某一特定强国的货币挂钩。(3) 一国政府当局或中央银行除持有黄金储备外，还持有大量外汇——与之挂钩的强国货币，以保证本币可以通过兑换为外汇来保持稳定。

然而不久，一些强国又放弃了金块本位，于是通过与强国货币挂钩间接兑换为金块也不存在了。虽然不能间接兑换为任何形态的金，但大多数国家并不能不

再保持与强国货币挂钩的做法；不挂钩，对外的外汇收支则无法进行。如 1935 年国民党政府的“法币改革”就是与美元、英镑——这时的英镑、美元已都不能兑换黄金了——固定比价，并通过无限制买卖英镑、美元以保持法币的币值稳定。对于这一阶段的货币制度，人们大多仍沿用金汇兑本位的叫法。

金汇兑本位下的国际货币体系可以说是国际货币体系突破黄金约束的开端。

以美元为中心的国际货币体系

在第二次世界大战中，德国、意大利和日本三国战败，经济陷于崩溃；英国和法国的经济在战争中也遭到严重破坏；惟有美国在战争中发了财，经济得到空前发展。1945 年美国国民生产总值占全部资本主义国家国民生产总值的 60%，其黄金储备相当于整个资本主义世界黄金储备的 3/4。正是在这种形势下，第二次世界大战后形成了以美元为中心的国际货币体系。

1943 年 7 月在英国、美国的组织下，召开了有 44 个国家参加的布雷顿森林会议，通过了《国际货币基金组织协定》。协定规定：参加基金组织的成员国的货币金平价应以黄金和美元来表示。根据当时 1 美元的含金量为0.888 671克纯金，确定 1 盎司黄金等于 35 美元的官方价格。其他各国的货币则按其含金量与美元定出比价；美国政府应允许各国中央银行以 1 盎司等于 35 美元的官价向美国兑换黄金。这就形成所谓“双挂钩”的以美元为中心的国际货币体系，即美元与黄金挂钩；其他各国货币与美元挂钩的布雷顿森林货币体系（Bretton Woods Monetary System）。

为使这个体系顺利运转，《国际货币基金组织协定》还作出了一系列极其具体的规定：如当时规定，成员国货币含金量不得随便变更，如变动超过 10%，必须得到基金组织的批准；成员国的货币汇率只能在上下 1% 的限度内波动，如超过规定的上、下限，各国中央银行有义务进行干预，使汇率维持在规定的波动幅度之内，等等。随着时间、条件的变化，规定也在不断调整。后面章节，对有些重大规定将有所介绍。但要全面了解，需要专门研究。

以美元为中心的国际货币体系与金汇兑本位下的体系又有很大的不同。金汇兑本位下的国际货币体系，虽然已有双边、多边的国际安排，但约束程度有强有弱，覆盖范围也非全局性的。而以美元为中心的国际货币体系则是以一项国际条约为基础，对货币本位、汇率和外汇收支调节都做出了全面安排，参与这一体系的成员则必须遵守。

以美元为中心的国际货币体系，在一定时期内对稳定资本主义世界货币汇率发挥了重要作用，从而促进了世界贸易和经济的增长。当然，它也为美国建立美

元霸权地位提供了条件。

这个体系是在美国在世界经济中占据绝对优势的条件下建立的，因而其盛衰与美国经济实力和地位的变化有着密切联系。随着美国经济地位相对衰落和美元危机的不断爆发，以美元为中心的国际货币体系也必然逐步削弱，并走向终结。

布雷顿森林体制的终结和浮动汇率制

进入20世纪50年代，美国政治、经济地位下降，西欧、日本等国的经济开始崛起，突破了美国对世界经济的垄断和美元的霸主地位。特别是美国外汇收支逆差迅速增加，黄金储备大量外流，以致到1960年底出现黄金储备不足以抵补短期外债的情况，从而导致爆发美元危机。当时，在国际金融市场上出现大量抛售美元、抢购黄金和其他货币，并用美元向美国挤兑黄金的现象。美元对外价值不断下跌。1971年8月15日美国被迫宣布停止向各国政府或中央银行按官价兑换黄金。这实际上意味着美国规定的35美元等于1盎司黄金的官价失效——美元与黄金脱钩。在这种情况下，一些国家的货币不再钉住美元而实行浮动汇率制(floating exchange rate regime)，从而动摇了第二次世界大战后建立的以美元为中心的固定汇率制度（fixed exchange rate regime)。

1973年2月国际金融市场又一次爆发美元危机，掀起抛售美元，抢购德国马克、日元和黄金的风潮。从而西方主要国家的货币对美元的汇率也都实行浮动。由此，以美元为中心的固定汇率制度让位于浮动汇率制度。

以美元为中心的国际货币体系连续受到巨大的冲击，以致人们以布雷顿森林会议制度的终结来概括。关于国际货币多样化的议论也一直不断。但是，这并不意味着美元的中心地位已被否定。首先，世界各国的货币，其汇率浮动的主要准星依然是美元。其次，仍有一些国家还是把自己的货币钉在美元上。下面所列的货币局制度、联系汇率制度和"美元化"更形象地说明这个问题。

货币局制度

当代的货币制度中，有一种货币局制度（currency board arrangement)。这种货币局制度的特征是：(1）本国的货币钉住一种强势货币，与之建立固定汇率联系，这种强势货币被称为锚货币；(2）本国的通货发行，以外汇储备——特别是锚货币的外汇储备——为发行保证，保证本币与外币随时可以按固定汇率兑换。以曾经实行这种制度十余年的阿根廷为例，一是建立货币局，专门管理该国货币比索的发行；二是比索与储备货币——美元——的汇率建立刚性联系：1比索等于1美元；三是增发1比索，必须同时建立1美元的外汇储备。显然，这种安排

使本国的货币制度直接成为国际货币体系的构成部分。

最初实行货币局制度的是英法等国的海外殖民地。第二次世界大战后，随着殖民地的纷纷独立，除加勒比的多米尼加等6个海岛国家外，原来实行这种制度的国家均建立了自己的中央银行制度。但后来，特别是上个世纪90年代，又有几个国家和地区建立了这种制度。参看表1—2：

表1—2　　第二次世界大战后实行货币局制度的国家和地区

国家和地区	阿根廷	波黑	文莱	保加利亚	吉布提	爱沙尼亚	中国香港	立陶宛
实行的时间	1991	1996	1967	1996	1949	1991	1983	1993
钉住的货币	美元	德国马克（欧元）	新加坡元	德国马克（欧元）	美元	德国马克（欧元）	美元	美元

建立这种货币制度的国家，一般不具有独立建立自己货币制度的政治经济实力。如果一国或地区的经济规模较小，开放程度较高，进出口集中在某一些商品或某一国家，货币局制度是一种选择。其中，阿根廷是一个特例。它是具有一定政治经济实力的较大国家，选择货币局制度并非绝对的不可避免。所以，当本国经济形势不断恶化从而保证不了货币局制度的要求时，也就放弃了这一制度。2002年初，阿根廷宣布放弃货币局制度，全面改行经济比索化和浮动汇率制。

实施货币局制度，也就意味着失去了独立实行货币政策的主动权。后面，在货币政策一章中将有所讨论。

香港的联系汇率制度

香港从1983年起，实施对美元的联系汇率制度（linked exchange rate system）。其基本要点是：

发钞银行（在香港，无垄断发钞的“中央银行”，钞票发行由指定的存款货币银行进行，被指定发钞的银行称“发钞银行”，目前有三家——汇丰银行、渣打银行、中国银行），每发行1元港币，要按7.8元等于1美元的比例，向外汇基金存入百分之百的外汇储备。

外汇基金由政府设立。收到发钞银行交来的外汇储备，外汇基金给发钞银行开具无息的负债证明书。

一般的存款货币银行需要港币，则需用百分之百的美元向发钞银行兑换。

在香港的外汇市场上，港币的汇率是自由浮动的，凡涉及外汇的交易往来都是按市场供求所决定的汇率进行。多年来的市场汇率一直低于联系汇率。

香港的联系汇率制度虽然通常也归入货币局制度范围，但有独特的特点。与

货币局制度的共同点是本币的发行必须有百分之百的外汇储备；但同时有重大的区别：香港的联系汇率制只是在发行储备上规定有港币与美元的刚性比率，而市场交易中实行的则是浮动的汇率制度。

美元化

“美元化（dollarization）”，如果泛泛地使用，可以形容任何货币制度以任何形式、任何程度对美元的依附。而目前讨论的“美元化”，意思则非常明确，即指一个国家以美元代替本国的本币进行流通。

事实上，在此之前，世界上已经有一些国家实行美元化经济。但大多是人口少至几千，至多十几万的袖珍国家。这些国家实际建立不起自己的本币制度。

上个世纪末的最后20年，特别是1995年墨西哥金融危机爆发之后在世界各地连绵不断的金融震荡，推动中南美一些国家考虑是否通过美元化来防范和化解货币风险。就货币制度的角度说，含意确定的美元化涉及的主要问题有：货币主权完全丧失，这应如何评价；放弃了本币的发行，也就是放弃了货币发行的铸币税和发行银行在本国金融体系陷入困境时进行最后救助的可能。[①] 如此等等，应该如何决策？也正是问题重重，因而实际走出美元化这一步的国家并不多。

典型的是厄瓜多尔。厄瓜多尔宣布实行美元化是2000年初。那是在经济形势极端严峻的背景下，希望用美元作为本国法定偿付手段来消除本币对外贬值，降低通货膨胀和利率，以拉动经济增长的设想。这一决策在该国国内争议极大是很自然的；周边国家和国际金融组织也表示了极大的关注。

厄瓜多尔流通中所需的美元，一是靠厄瓜多尔公众从美国往自己国内的汇款，二是靠石油输出的美元收入。不足，则不能不仰赖外国的贷款和投资。

一些人士认为，厄瓜多尔政府推行美元化政策，短期内对摆脱目前的经济危机会有所帮助。由于政府将不再发行自己的货币，这有利于遏制通货膨胀，一直困扰历届政府的货币对外贬值问题有可能短时得到解决。这一些、对稳定经济非常重要。使用美元后，美元与当地货币之间反复兑换的麻烦将会消失，经济效率将会提高。而伴随着经济环境的改善，将更容易得到国际贷款。但实际效果并不理想。不少评论认为，厄瓜多尔走出这一步似乎也是无奈之举，有的评论则说，“这是一个政府绝望中的举动”。

① 铸币税和最后救助问题，分别在第十、第十一章中讨论。

欧洲货币联盟与欧元

欧元（EURO）登上国际经济舞台，是世界货币制度发展历程的一个重大标志。

欧元是由欧洲货币联盟（Europe Monetary Union，EMU）操作推出的。欧洲货币联盟的发展经历三个阶段：最早是《罗马条约》，提出建立欧洲经济共同体的思想；尔后是《德洛尔报告》，形成欧洲货币联盟的初步安排；第三步是《马斯特里赫特条约》，正式提出建立欧洲货币联盟和推出欧洲单一货币欧元的设想。1998年，欧洲中央银行正式成立；1999年，单位为“埃居（ECU）”的欧元开始使用；2002年欧元纸币和硬币进入流通，全面取代原来欧元区各国的货币。欧元币制的建立完成其全过程。

欧元货币制度的建立是区域性货币一体化成功的首例。所谓区域性货币一体化是指：一定地区内的国家和地区，在货币金融领域实施国际协调，并最终形成统一的货币体系。区域性货币一体化的理论依据，是由蒙代尔（Robert Mundell）所提出的最适通货区理论（theory of optimum currency area）。这一理论的核心内容是：在具备一定条件的区域内，各国放弃本国的货币，采取统一的区域货币，有利于安排汇率，以实现就业、稳定和国际收支平衡的宏观经济目标。全面、具体地讨论这一理论，超出本教材所能容纳的范围。

欧元的出现直接刺激了世界其他地区对于建立区域货币合作和建立货币区的关注。在亚洲，已经有是否应该筹划“亚元”的议论乃至构想。就客观条件看，无论是历史传统，还是经济发展水平，亚洲国家之间的差异远远大于欧洲。很难用欧元的成功简单论证筹划亚元的直接可行性。但无论如何，还是刺激了区域内加强金融领域协调与合作的步伐。东南亚金融危机之后，日本先后提出建立“亚洲货币基金”和“亚洲基金”的构想以期帮助有关国家和地区克服货币危机。2000年5月，在泰国清迈召开的亚洲“10+3”财长会议上达成了“建立双边货币互唤机制”的《清迈协议》，并以建立在亚洲国家和地区的货币遭受攻击时可以相互支援的“亚洲储备基金”为未来目标。

欧元的长远命运自需继续观察。欧元的思路，并非针对解决全球货币本位问题，但却在西欧发达工业化国家这个领域中，在超国界的货币本位问题上，进行了实验，取得了突破。无论如何，这对全球货币本位的讨论是一个很大的刺激。

对货币制度主权的挑战

从古代开始有可以称之为货币制度的制度，几千年来，都是与国家的主权（也包括诸侯的、城邦的、地区的政治权力）不可分割地结合在一起的。第六节

的所有描述都表明了这一点。

但这样的观念和准则却在20世纪中受到严重的挑战。

先是以美元为中心的国际货币体系建立起美元在全球的主导地位。但相当长的期间，在控制与反控制的较量中，各国的货币主权依然还是得以保持；有的货币如德国马克等，还颇有与美元分庭抗礼的态势。此外，在美元为中心的国际货币体系的旁边，还曾同时存在着社会主义世界的集中计划经济体制的货币制度。但到了上个世纪的后十年，挑战却沿着两个趋向而迅速强化。

一是如上所述的货币局制度与美元化。特别是美元化，连本国的本币都让位于外国货币——美元，无疑意味着货币主权的彻底否定。这样的进程，在可见的将来，有可能进一步推进；但要覆盖全球，今天看来，却不大可能。

二是欧元的登上历史舞台。就对抗美元中心来说，欧元的出现，有重大意义。但同时，欧元是超越欧洲各国传统边界的货币；欧洲货币当局是超越各国货币主权的统一的中央银行。对于传统的货币制度观念，这更是直截了当的挑战。由于欧元的出现，是否亚洲也应该并也有可能推出"亚元"。在这里，日元的动向备受关注；人民币有没有可能在将来的某一天充当盟主，在我国也可不时听到这样的议论。

全面分析货币主权面临挑战之所以由来的历史条件、经济根源和对世界格局的影响，是当前世人所关注的重大课题。这里只是提醒注意：一些看似不成问题的观念，随着时间的推移，客观条件的变化，也会走向自我否定。这是在理论学习中必须确立的一个基本观念。

附录一 人民币制度的建立

人民币是1948年12月1日开始发行的，这标志着中华人民共和国货币制度建立的开端。

人民币发行前，在中国有两种货币制度：一是国民党政府的货币制度；一是共产党领导下革命根据地的货币制度。

国民党政府建立前的20世纪20年代，旧中国的货币制度是：银元流通，民族资本银行和外商银行的银行券流通，铜元流通；大宗交易和支付用"银两"计价，而各主要商埠度量白银重量的"两"却轻重不一。1933年采取了"废两改元"措施，即把计价与流通的标准统一起来。当时法定银元的含银量为23.493 448克。1934年美国实行白银政策，世界银价暴涨，中国白银大量外流，

造成货币流通的极度紊乱。1935年，在英美操纵下实行了“法币改革”。其内容是：放弃银本位；规定中央银行（前面提到，开始几年还有中国银行、交通银行和农民银行）发行的钞票为法币，有无限法偿能力；法币1元与14.5便士或0.297 5美元等值，以无限制买卖英镑、美元，保持币值的稳定。法币改革不久抗日战争爆发、抗战胜利后又接着是3年解放战争，由于国民党政府实行了通货膨胀政策，到1948年法币贬值已严重到无法流通的程度。该年8月19日宣布币制改革，发行“金圆券”，以1:300万的比例收兑法币。金圆券名义上就是不兑现的银行券。虽说要有十足准备并规定了含金量，但不兑现，这些规定毫无意义。金圆券发行1年，又成废纸。1949年7月4日，国民党政府又在广州发行所谓可无限制兑现的“银元券”，银元券1元折合金圆券5亿元。但银元券比金圆券更短命。

与国民党统治区货币制度同时存在的是共产党领导的革命根据地内的货币制度。由于革命根据地是处在被分割包围之中，所以存在的是政策大体统一但不同根据地相互独立的分散货币制度。第二次国内革命战争时期，最早发行货币的是中央苏区，而后其他苏区也有货币发行。抗日战争时期，各抗日根据地都发行了自己的货币，其中很多货币也成为解放战争时期各解放区流通的货币。随着革命形势的迅速发展，到1948年，各大解放区的货币有“西北农民银行币”、“晋察冀边区银行币”、“冀南银行币”、“北海银行币”、“华中银行币”、“中州农民银行币”、“东北银行币”、“辽东银行币”、“关东银行币”、“内蒙银行币”、“长城银行币”，等等；后来在南方还有“裕民行”和“新陆行”发行的钞票。

解放区的货币大多是以银行券形式发行的。除个别地区的个别期间曾实行过短暂的可兑现为银元的办法外，都是不兑现的。钞票发行主要是为了支持军政费用开支，这就不能避免货币贬值。贬值的速度视革命战争的形势而转移。在革命形势胜利发展的支撑下，靠扩大货币流通的阵地，靠与国民党及日本侵略军统治地区开展有利的贸易，靠对掌握的法币储备和日伪币储备的灵活利用，可以使贬值速度得到相对的控制。总的看来，在后期，革命根据地货币贬值的速度明显低于法币。

解放战争全面胜利的逼近，提出了建立人民的、统一的、独立自主的新货币制度的任务。人民银行的建立及人民币的发行正是为了实现这一重大的任务而采取的首要步骤。

人民币发行后，一方面是随着大片国土的解放，特别是大中城市的解放，迅速收兑了法币、金圆券，乃至银行券（虽然银元券发行之日，解放军明确宣布将不予以收兑）；另一方面则是在分散的解放区迅速连成一片的情况下，通过逐步

收兑，统一解放区的货币。由于连续十余年的恶性通货膨胀，金银，特别是银元又重新进入流通，用于支付，用于保值。在一些地区外币也有相当市场；广东则成了港币的天下。所以，排除金、银、外币和港币的流通也是建立人民币制度的重要内容。

人民币采取的是不兑现的银行券形式。人民币从未规定过含金量，而且在1948年底关于发行人民币的一篇社论中明确申明："解放区的货币，从它诞生的第一天开始，即与金银完全脱离关系。"[①] 人民币也不与任何外币确定正式联系，不依从于任何外国的货币制度。除人民币外，金、银、外币一律禁止流通。

由于人民币是在恶性通货膨胀的背景下发行的，而且在开始发行的1年多时间里，还是弥补巨额财政赤字的手段，通货膨胀局面十分严重。在人民币的面额上也明显反映出这样的问题。如在1950年第二季度物价开始稳定下来之际，那时流通中的钞票，最小面额是50元券和100元券，大面额的是5万元券。1955年3月1日发行了新人民币，按1:10 000的比例无限制、无差别地收兑了全部旧币，并同时建立起辅币制度。这个格局一直保持到现在。

在整个国民经济社会主义改造的过程中，为了适应中央集中计划体制的需要，我国的货币制度按照当时苏联货币制度的模式进行了塑造。20世纪70年代末改革开放以来，由于日益明确发展社会主义商品经济，广泛运用市场调节机制和建立市场经济的目标模式，因此，对于服务于原有体制的货币制度进行了不断的改革，并日益显现市场经济货币制度的基本特征。

附录二　货币消亡问题

问题的提出

对于货币消亡（money disappearance）这样的问题，今天人们已经很少注意。但从国际共产主义运动蓬勃兴起的19世纪末到20世纪初的十月革命，到社会主义运动大发展的第二次世界大战之后的几十年，这个问题不时引起激烈的争论，关系到国家的经济决策。

在现实的社会生活中，包括苏联以及曾经存在过的为数甚多的社会主义国家，也包括我国在内，可以说，没有货币，经济将无法运行。那么，为什么要提出社会主义是否仍然需要货币的问题呢？这是由于马克思、恩格斯曾十分明确地

① 1948年12月5日新华社社论：《中国人民银行发行新币》。

做出货币在社会主义社会将要消亡的论断。所以，以马克思主义为指导的无产阶级革命运动不能不面临如何对待这一论断的问题。

早在十月革命之前，在无产阶级革命者的队伍中对于革命成功后货币是否需要保留就有不同看法。十月革命及其以后的岁月中，是否要立即取消货币则成为决策所面临的问题。就我国来说，建国以来，对于货币也曾两度提出过否定的看法。

马克思恩格斯的货币消亡论

马克思基于其劳动价值论论证了货币的起源，同样，基于其价值论，货币的消亡也是必然的逻辑论断。马克思和恩格斯在分析人类社会发展规律的基础上指出，资本主义社会已经是人类社会所经历的私有制的最后阶段，并必将由生产资料公有制的社会所取代。在这个新的公有制的社会中，生产资料将统归整个社会所有。这样，社会的中央领导机构就可以按照社会需求统一地调配生产资料和劳动力，有计划地组织生产。由于生产是在统一的计划支配之下进行的，所以生产者的劳动直接就是社会劳动，而不再是私人劳动；同时，劳动产品直接就是社会的产品，而不再是私人的产品，它们是要由社会统一地进行分配的。分配时，首先留一部分用于补偿消耗的生产资料，用于积累，用于形成社会后备，以及用于社会公共需要，等等，另一部分则分配给社会成员个人消费。至于这后一部分如何分配，则视客观发展阶段而有所不同：按劳分配——社会主义的分配原则；按需分配——共产主义的分配原则。在这种情况下，显然，根本不存在私人劳动向社会劳动转化、私人产品向社会产品转化的必要性。恩格斯指出："社会一旦占有生产资料并且以直接社会化的形式把它们应用于生产，每一个人的劳动，无论其特殊用途是如何的不同，从一开始就成为直接的社会劳动。"① 劳动直接成为社会劳动，那就是说，产品已没有必要转化为商品，转化为价值。商品、价值既然不存在了，货币当然也就丧失了存在的依据。

那么，在实行按劳分配原则时如何具体组织分配，即如何把千差万别的消费品按每个劳动者在社会总劳动中参加的份额加以分配呢？马克思、恩格斯认为可以借助于空想社会主义者所提出的有名的"劳动券"。对于劳动券，他们强调："这些凭证不是货币。它们是不流通的。"②

关于货币在社会主义社会必将消亡的论断，在马克思主义的经济理论中绝不

① 《马克思恩格斯全集》，第20卷，334页，北京，人民出版社，1971。

② 《马克思恩格斯全集》，第24卷，397页，北京，人民出版社，1972。

是一个孤立的结论，而是其商品货币理论中的有机构成部分。如果简单地把这个论断加以否定，则会导致否定马克思的整个商品货币理论，否定劳动价值学说。而且，对商品、货币的科学分析正是马克思揭示资本主义生产方式内在矛盾的起点。所以，如何对待这一论断是关系到马克思主义经济学说体系的根本性问题。比如恩格斯就曾这样指出："企图用制造'真正的价值'的办法来消灭资本主义的生产形式，这等于企图用制造'真正的'教皇的办法来消灭天主教，或者等于用彻底实现那种最完全地表现生产者被他们自己的产品所奴役的经济范畴的办法，来建立生产者最后支配自己的产品的社会。"[①]

列宁斯大林对这个问题的观点

十月革命的胜利使货币存废成为取得政权的无产阶级革命者必须正面回答的问题。对于这个问题，列宁在革命胜利后的1918—1919年的观点是有代表性的。可概括为这样几个方面[②]：

——在从资本主义向共产主义过渡的初期，立即消灭货币是不可能的；

——能否消灭货币，要从分配角度考虑，要消灭货币，必须组织好亿万人的产品分配，这是很多年的事情；

——强调政治上的条件，指出要消灭货币和交换，就需要无产阶级多年的稳固统治；

——但同时也强调，将力求尽量迅速地实行最激进的措施，为消灭货币做好准备。

应该指出，马、恩从没有认为无产阶级夺取政权之后可以立即消灭货币。在十月革命刚刚取得胜利之际，列宁也并非系统地从理论上回答马、恩所提出的关于社会主义社会货币命运的问题。

1936年，苏联宣布建成社会主义，其标志是经济生活中公有制——全民所有制和集体所有制——的全面建立。既然已经是社会主义，那么货币是否应趋向于消亡？对于这个问题，当时，苏联占主导地位的观点集中地反映在斯大林的《苏联社会主义经济问题》一书之中。其要点是：

——马克思、恩格斯所说的社会主义是指一切生产资料转归全民所有，而苏联的社会主义阶段是一部分生产资料转归全民所有，另一部分则是集体所有；

——由于公有制存在着两种形式，商品货币仍然是必要的，"将来在两种基

① 《马克思恩格斯全集》，第20卷，335页，北京，人民出版社，1971。

② 参见《列宁全集》，中文2版，第36卷，90、350、342、91、111页，北京，人民出版社，1985。

本生产成分即国营成分和集体农庄成分由一个包罗一切而有权支配全国一切消费品的生产成分来代替的时候，商品流通及其‘货币经济’就会作为国民经济的不必要的因素而趋于消失”；

——在苏联，生产资料被判定不是商品，而只具有商品的“外壳”，“这是为了计价、为了核算”；

——两种公有制形式的统一，在于把集体所有制提高到全民所有制水平，其途径是把集体农庄的剩余品“纳入国家工业和集体农庄之间的产品交换系统”，而这种不同于商品流通的“产品交换”已有“萌芽”。①

货币消亡观点在中国与必须发展商品经济观点的确立

在中华人民共和国建立之际，在1956年社会主义改造高潮提前到来之际，都没有提出过商品货币关系应否保留的问题。1958年的“大跃进”冲昏了人们的头脑。由于过高地估计了生产力的发展速度，过高地估计了人们共产主义觉悟的提高，首先在农村出现了不遵守等价原则和按劳分配原则的分配形式，如在人民公社食堂吃饭不要钱，等等。而且一时之间这类性质的分配方式还有迅速扩大的趋势。正是在这样的背景下，广泛地出现了货币的消亡指日可待的议论。然而这种极端幼稚的观念和做法很快地给经济生活造成了巨大的损失。1958年12月10日中共中央八届六中全会的决议中指出：“继续发展商品生产和继续保持按劳分配原则，对于发展社会主义经济是两个重大的原则问题……企图过早地取消商品生产和商品交换，过早地否定商品、价值、货币、价格的积极作用，这种想法是对于发展社会主义建设不利的，因而是不正确的。”

十年动乱的后期，否定商品货币关系的喧嚣是“四人帮”在“限制资产阶级法权”的总题目下掀起的。其基本立论是任何等价交换原则都会引出资本主义关系。这样的论点并不是新观点，苏联出现过，我国1958年间也曾经出现过。但是长期以来占统治地位的观点是：商品生产和资本主义生产不能混为一谈，只有在生产资料集中在私人手中，劳动者不得不把劳动力作为商品出售的条件下，商品生产才会引导到资本主义；而在建立了生产资料公有制，消灭了雇佣劳动制度的条件下，商品生产不仅不会引导到资本主义，还会为社会主义社会服务。

1976年粉碎“四人帮”之后，曾展开过一次有关商品、货币和价值规律的大讨论，最初的几年，在不断深入探索的基础上，形成了这样一些观点：

——明确我们所处的是社会主义的初级阶段，以区别于马、恩所概括的完成

① 参见《斯大林选集》下卷，中文1版，550、578、611页，北京，人民出版社，1979。

形态的社会主义：

——在这个初级阶段，国有经济占主导地位，但包括国有经济和集体经济的公有制成分并不是惟一的，与此同时还存在其他经济成分；

——在社会主义公有制的基础上，计划经济是必然的，在不同所有制形式的基础上，商品货币关系的存在也是必然的，商品货币关系与计划经济并存，前者受后者制约；

——不仅消费品是商品，生产资料也是商品，商品货币关系涵盖全部经济生活；

——充分估价商品经济在社会主义初级阶段的积极作用，并从而认为对发展商品经济应持积极态度；

——由于估计到商品经济的发展要有一个很长的阶段，所以货币消亡问题实际存而不论，而在过去，即使明确承认商品货币关系的存在，也总要把为货币消亡创造条件的问题列入日程，如此等等。

货币必要性理论的现实意义

货币是否必要，看似一个极其抽象的理论，但却具有极其现实的意义。当然，在现实生活中，不管是说货币快要消亡，还是说货币只能加以限制，实际上货币仍然是不以人们意志为转移的客观存在。问题是思想被搞乱了，政策被搞乱了，经济生活会陷于紊乱，会遭到破坏。我国就曾有实际的教训。有的国家，强制取消了货币，很快就使全民族陷入巨大的灾难之中。

在今天，货币存废问题的讨论好像已经结束。其实并非如此。如新经济、互联网已引起西方某些学者对这一问题的关注。不过，总的说来，是处于沉寂的阶段。这是一个涉及货币理论的根本问题，不会在重大课题的目录中被彻底删去。研究它，对于加深对货币、对商品货币经济的认识，是很必要的。

[复习思考题]

1. 钱、货币、通货、现金是一回事吗？银行卡是货币吗？

2. 社会经济生活中为什么离不开货币？为什么自古至今，人们又往往把金钱看做是万恶之源？

3. 货币种种形态的演进有何内在规律？流通了几千年的金属货币被钞票和存款货币所取代，为什么是历史的必然？

4. 就你在生活中的体验，说明货币的各种职能以及它们之间的相互关系。如果高度地概括，你认为货币职能最少不能少于几个？

5. 如何定义货币，才能最为简明易懂地概括出这一经济范畴的本质？

6. 建立货币制度的主要目的是什么？当今世界上的货币制度是由哪些要素构成的？

7. 货币制度与国家主权的联系应该怎样理解？结合欧洲货币、货币局制度和“美元化”，理一理你的思路。

8. 货币是不是终归要消亡？

第二章
信　用

第一节　信用及其与货币的联系

什么是信用

"信用（credit）"这个词是我们在学习西方文明的过程中引进的。在中国的传统文字中，如果是讲道德规范、行为规范，是一个"信"字；如果讲的是经济范畴，与之相当的是"借贷"、是"债"，等等。

西方各国的文字中，信用一词的原意是相信、信任、声誉等，这些意思与作为经济范畴的信用有联系，但不足以说明信用这个经济范畴的本质特征。

信用这个范畴是指借贷行为。这种经济行为的形式特征是以收回为条件的付出，或以归还为义务的取得；而且贷者之所以贷出，是因为有权取得利息（interest），借者之所以可能借入，是因为承担了支付利息的义务。现实生活中有时也有无利息的借贷，但这是由于某种政治目的或经济目的而采取的免除利息的优惠，是一般中的特殊。西

方不少国家的银行对企业的活期存款也往往不支付利息，但存款者可以享受银行的有关服务和取得贷款的某些权利，所以实际上还是隐含有利息的。

信用也是一个古老的经济范畴

信用和货币一样，也是一个很古老的经济范畴。

在中国古代的典籍中有不少关于借贷的记载。公元前300年，孟尝君放债的故事就是其中最有名的一则。他在自己的封邑“薛”放债取息，作为奉养3 000宾客的财源之一。有一年，薛地歉收，很多人没交利息。他派人催收，仍“得息钱十万”。可见，放债的规模是相当可观的。

《管子》有一篇《问》，可以说是战国时期的一份国情调查提纲。分得细些，有60问；如把向一个对象提几个问题归为一问，也有四十多条。其中有三问涉及信用：“问邑之贫人债而食者几何家”；“贫士之受责（债）于大夫者几何人”；“问人之贷粟米，有别券者几何家”。把借债、放债作为国情调查的内容，这说明债务关系在经济生活中已是相当普遍的现象，并对社会政治经济状况有极其重要的影响。

在西方，关于债务的问题也有很多重要的历史资料，似乎较之中国更早。大约在五千年前，苏美尔人在美索不达米亚平原就有农业信用的记录。公元前18世纪，古巴比伦皇帝汉谟拉比编制了一部法典（Hammurabi's Code），其中关于债务问题的规定非常具体。法典从第89条到第119条，大部分是关于债务的法律条文。如其中第89条规定，贷谷的利息达本金的1/3，贷银则达1/5；第90条规定，债务人如无谷物和银子还债，应以其他动产作抵；第113条规定，债权人不得在不通知债务人的情况下取走其谷物抵债；第116条规定，不得虐待抵债人质至死；第117条规定，限制债权的期限为3年，等等。规定如此详尽，说明债务关系已经有了很长时期的发展。

信用是如何产生的

很少看到像论述货币起源那样反复深入地剖析信用产生的理论。似乎在人类发展的一定阶段，这种关系就那么自然而然地、无须解释地出现了。

从逻辑上推论，私有财产的出现是借贷关系存在的前提条件。没有私有权的观念，就无从谈起借贷：付出不必讨回；取得也无须顾虑将来能否归还；相应地利息的问题更不可能提出。之所以出现这种行为，显然是为了满足在不同所有者之间以不改变所有权为条件的财富调剂的需要。

信用与货币，它们之间自古以来就存在着紧密的联系。在产生的问题上它们之间有否制约关系？无论是货币，还是信用，它们都以私有为前提，这说明它们

产生的经济前提是同源的。但从逻辑上却很难推导出谁能成为谁的前提条件。

实物借贷与货币借贷

从历史记载中我们所看到的有关信用的材料都说明，它一直是以实物借贷和货币借贷两种形式存在的。上面引述的孟尝君"出息钱于薛"和汉谟拉比法典中关于贷银的法律规定，显然都是货币的借贷；《管子·问》中的"贷粟米"和汉谟拉比法典中关于贷谷的法律规定，则是实物的借贷。

随着商品货币关系的发展，货币越来越成为借贷的主要对象。但在自然经济占主导地位的前资本主义社会里，货币借贷一直未能全然排除实物借贷。在一些落后的国度中，如我国，直到20世纪的上半叶，在广大农村，实物借贷依然相当广泛地存在着。只有当资本主义关系不断浸透城乡经济生活的各个角落，或者说商品货币关系在经济生活中无所不在的时候，实物借贷才丧失其存在的基础。

在现代的一些信用关系中，往往也涉及商品即实物的运动，像是实物借贷。但考察其债权债务的内容却总是一定的货币金额，所以宜归属于货币借贷的范围。

第二节 高利贷

高利贷（usury）在人类最古老的社会中即已存在。无论是在东方还是在西方，在前资本主义社会的经济生活中，高利贷是占统治地位的信用形式。

高利贷的特点

极高的利率（interest rate）是高利贷最明显的特征。在过去的中国，借贷习惯按月计息。月息3分，即本金的3%，是最"公道的"水平。月息3%，不计复利，年息也达36%，比现在的银行利率水平高好多倍。但实际的利率通常还高于月息3%。至于高到何种程度，很难说出上限。比如，20世纪50年代以前的农村，在粮食的借贷中，春借1斗秋还3斗是极其普遍的。即半年的间隔，利息就为原本的2倍。在城市的贫民中间有一种"印子钱"，借10元，实得9元，每天还0.02元，还到60天算本利还清。这种借贷，实际是以日计息的，日息约为1%，月息可达近35%。西汉景帝时，吴楚七个诸侯国发动反中央的叛乱，国都长安及其附近的列侯封君出兵平乱，要借钱以备从军之用。由于当时胜负未定，高利贷者大多观望，只有无盐氏一家肯贷，但"其息什之"，即要求借1还10。只3个月，七国之乱平息了，这个高利贷者"息什倍，用此富埒

关中"[1]。不到1年本息和为10倍，利率之高无疑是很惊人的。

所以出现这样高的利率，是由前资本主义社会中的经济条件所决定的。

那时的阶级构成是这样两级：一是农民及小手工业者，一是奴隶主和封建主。农民和其他小手工业者借钱，或是由于受伤患病、丧葬嫁娶，没有钱办不了事；或是天灾兵祸，不借钱无以持续简单再生产，其中包括维持家庭人口的生命。在这种情况下，明知债务负担沉重，难以偿还，也不得不借。奴隶主、封建主借钱，或是为了支持其统治的政治经济需要，如上面提到的汉初长安列侯封君的借钱，这关系到他们自身的生死存亡，再高的利息也得借；或是为了挥霍享受，他们是财富的消费者，只要钱到手，不会顾及将来如何。假如是借钱经营，如果计算到经营收益不足以偿还利息或偿还利息之后自己无利可图，那就不会去借钱。而上面的两类人都不属于这样的情况。

再者，在自然经济占统治地位的条件下，那是金属货币流通的天下，货币的数量有限度，从而高利贷的供给是有限的。而借钱的需求，无论是来自农民小生产者，还是来自统治阶级，对比起来都很大。这种供求对比情况也决定了高的利率水平。

在高利贷的压榨下，不仅小生产者债务人会丧失自己的劳动条件乃至自身沦为债务奴隶，就是奴隶主和封建主也会因债台高筑而破产。马克思曾这样表述："……高利贷者除了货币需要者的负担能力或抵抗能力外，再也不知道别的限制。"[2]

历史上对高利贷的态度

中国古代对高利贷的态度，可列入古圣先贤言论的主要有两种。一种是以司马迁为代表，他把放债与冶铁、煮盐、种田、畜牧、酿造、经商等等同等看待。在他所列举出的这类代表人物中，上面提到的向长安列侯封君放债的无盐氏也在内。他认为，包括放贷者在内，这些人都不是做官致富，犯法致富，而是审时度势，获取盈利，可以称道，是"贤人所以富者"[3]。另一种态度是揭露高利贷的压榨。晁错的言论有代表性。他说农民很勤苦，负担又重，遇上水旱灾害和过重的税赋，有粮食的只得低价卖粮，没有粮食的则"取倍称之息"，即不得不借

---

① 《史记·货殖列传》。

② 《马克思恩格斯全集》，第25卷，677页，北京，人民出版社，1974。

③ 《史记·货殖列传》。

"取一偿二"的高利贷，"于是有卖田宅鬻子孙以偿责（债）者矣。"[①] 但他也没有主张取缔高利贷。最典型的是孟尝君的食客冯驩的行为。当他受孟尝君的委托去催债时，焚毁了无力偿债者的借据，替孟尝君收买人心；同时保留了有偿债能力者的借据，这说明他绝非根本反对放债。

在古代的西方，不只是对高的利率，就是对利息本身也存在彻底否定的看法。《旧约·列未记》上说："借给人钱，不可取利；借给人粮，不可多要。"伊斯兰教和婆罗门教，也有不许向同胞兄弟们收取利息的禁律。然而教义并不能改变高利贷存在的事实。类似的观点，在中国的古代也存在，但多是出现在农民起义之中。

债务奴隶问题，曾是古代西方政治斗争中的一个焦点。矛盾的尖锐性可从当时的法律看出。如公元前 449 年，在平民向贵族斗争的背景下，罗马公布了十二铜表法。该法准许债权人拘禁不能偿债的负债户并把他卖为奴隶，甚至处死；但同时规定放债的最高年利率为 8.33%。公元前 326 年，平民在反对债务奴隶中又取得了进展，通过了债务人只以其所有财产而不以其人身对债权人负责的法案。但债务压榨实际上还是一直存在的。

西方的中世纪，反高利贷曾是宗教力量的一项重要政策主张。对于以放债收息为业的犹太人，教会利用对政权的控制，曾不断采取没收财富和驱逐出境等打击措施。甚至王公贵族还成立有专门掠夺犹太人的分赃组织。但这一切也同样不能把高利贷排除在经济生活之外。

无论是东方还是西方，高利贷者大都与商人是二位一体的。《史记》记载一位曹邴氏，冶铁起家，他的行为准则是"俯有拾，仰有取"，在全国各地放债经商，极其富有。欧洲中世纪，南到意大利，北到英格兰，巨额款项的贷放者也都是商人。

具有讽刺意味的是，反对高利贷的教会却是高利贷的主要贷放者。虔诚的教徒慷慨捐献给寺院大量贵金属器皿，这些器皿熔化后就可以从造币厂换回铸币用以贷放。在中国，寺庙庵观接受了施主的布施，掌握着银钱，也是重要的放债者。

资产阶级反高利贷的斗争

高利贷的压榨，在古代社会中，不仅造成劳动者的破产，也同时破坏着占统治地位的所有权制度。但它并不能创造新的生产方式。马克思曾指出："高利贷不改变生产方式，而是像寄生虫那样紧紧地吸在它身上，使它虚弱不堪。高利贷吮吸着它的脂膏，使它精疲力竭，并迫使再生产在每况愈下的

---

① 《汉书·食货志上》。

条件下进行。"[①]

在从封建社会向资本主义社会过渡期间，在发展资本主义的经济条件已经开始具备的条件下，高利贷者手中的货币有可能转用于资本主义经营；被高利贷陷入破产境地的农民和手工业者则可能成为无产阶级的后备军。但是高利贷，从其本质看，所依托的是旧的小生产占优势的生产方式。正是这种生产方式，而不是资本主义，即可保证其极高的回报。

在资本主义经济开始发展的阶段，资本家需要货币资本支持其发展，而极高的利率则是资本家所不能承担的。因此反高利贷曾是新兴资产阶级为发展自己的事业而斗争的一项重要内容。

这种斗争并不是一般地反对借贷关系，而是要使借贷关系服从资本主义发展的需要。其焦点就是要使利息率降低到资本所能获得的利润率水平之下。这种斗争最初表现为企图以法律来限制利息率。例如英国 1545 年的法案规定最高年利率为 10%，1624 年降到 8%，1651 年为 6%，1714 年又把上限降到 5%。

当高利贷垄断信用事业时，任何降低利率的法令只能一时一地起些作用。而真正动摇其垄断地位的根基的，则是资本主义自身的发展所创造的条件。这一方面是商品货币关系的极大扩展，在经济生活中，各种各样的经济行为主体都会或此时或彼时，或多或少，有闲置的货币，从而必然形成大量的货币资本供给。同时，迅速增长的货币需求，也由于发展的信用关系不断创造出信用流通工具，替代金属货币，从而得到满足（关于信用流通工具的创造将在第四篇讲述）。这就为利息率从属于资本主义的需要提供了基础。

但是在丧失了垄断地位之后，高利贷并未消失。一国之中的经济落后领域，落后的国度，仍然是高利贷的活动地盘。甚至在发达的工业化国家中，在今天，高利贷以暴力逼债和逼死债务人的事件也时有所闻。

中国的高利贷问题

在半殖民地半封建的旧中国城乡，高利贷是广泛存在的。农村中的劳动者，有自有少量土地的自耕农，有承租地主土地的佃农，有受雇于富农的雇农。由于不可抗拒的种种原因，他们中的相当部分都负有高利息的债务。放高利贷的人则主要是地主与商人。而地主、商人、高利贷三位一体更是突出的特点。在城市，高利贷则主要活跃在工人、小商贩等贫苦劳动者中间；高利贷者则多与黑社会的势力相结合。

---

① 《马克思恩格斯全集》，第 25 卷，674～675 页，北京，人民出版社，1974。

在20世纪二三十年代的第二次国内革命战争时期，中国共产党的农村政策是废除封建及半封建的土地制度，相应地则对高利贷采取一律废除的方针。这样的政策简称“分田废债”。在抗日战争时期，由于要团结包括爱国地主在内的一切爱国人士共同抵抗侵略，分田废债的政策改为“二五减租，分半给息”的政策。其中“二五”是说佃农交租以产量的25%为度；“分半”则是借债利息率以每月1.5%为度。新中国建国前后的土地改革中，在债务政策上逐步明确的是废除劳动农民所欠地主、富农和高利贷者的债务，而不是一切债务。这是由于，在劳动农民之间也存在着债务关系。虽然劳动农民之间的债务利率也相当高，但如简单采取废除方针，不仅不利于劳动农民之间的团结，而且在农民事实上还有借贷要求的情况下，结果只能是迫使公开的放债活动停止，而需要借钱的农民则不得不暗中借更高利息的债。所以，土地改革后，提出了借贷自由，利息由双方议定，政府不加干涉的政策。

只要允许自由借贷，在小农的环境下，必然会有高利贷。在农村，广泛地、大力地发展信用合作组织，其重要的目标也就是从金融这个角度使摆脱了封建关系的农民不再受高利贷的压榨，以保证农业生产的发展和农民走合作化道路的积极性。

在城市，当就业和劳动保护这样的问题得到较好的解决之后，高利贷很快就失去了广泛活动的基础。

当前的“民间借贷”

从1979年经济改革与开放政策开始执行直至今天，特别是农村地区，民间借贷相当活跃。民间借贷大体包括两部分：一是指在民间自发产生的借贷组织形式，它们的出现并非政府倡导，从而政府不予支持，也得不到专门法律或法规的保护。名称大多延续中华人民共和国建国前的习惯叫法，如标会、轮会、摇会、抬会、合会等。另一部分是指无定型组织形式但严格遵循借贷准则的经济行为，如必须按相当水平的利率还本付息。这一部分的民间借贷通常是通过邻里、熟人的中介进行。有的借贷之间并无确定的放债人，有的则其间确有以放债谋利的；有的无固定的运作渠道，有的则实质存在有中介机构。至于在亲情、友情基础上偶然性的钱财调剂，则不纳入“民间借贷”的范围中进行考察。对于民间借贷也有广义的解释，如把一切非环绕国有金融机构的借贷关系均视为民间借贷。本书不采用这样的界定。

民间借贷是否是高利贷？进行判断的一个关键性界限是：是否显著超出现代信用关系中的利率水平；在我们这里可以理解为是否大大超出法定利率水平。然而高到怎样的程度才算高利贷，也无定论。本节前面曾指出，对于资本主义经营来说，超过通常利润率水平的利息率，属于高利贷。如果就我国的情况来说也还

需要分析。改革开放以来再度活跃的民间借贷，其产生基础并非全是迫于丧葬嫁娶、天灾人祸乃至赌博挥霍之类的紧急需要，应该说有相当大的部分是为了解决经营方面的资金需要。改革开放为私人的经营活动提供了极大的余地。他们极其需要货币资金，而高的投资回报又使其有可能支付高水平的利息；换言之，这里的高利率并未达到阻碍经营活动发展的水平。

还有一个重要标志，即其运作模式是否是符合现代信用的运作的模式（关于现代信用的运作的模式在后面的章节中将依次展开）。简单说来，民间借贷不属于现代信用的运作的模式。如果把凡不属于现代信用运作模式的均视为高利贷，则可以界定我们现存的民间借贷都是高利贷。但这样的推导显得有些空泛。

目前较为流行的观点之一是：民间借贷的相当大的部分和在相当大的程度上应视为高利贷。

对于高利贷，单纯的厌恶解决不了任何问题。在相当大的程度上具有高利贷性质的民间借贷，之所以活跃，是由于现代的信用体系尚不足以满足经济生活中的借贷需求——广大农村和一些城市居民困难户的借贷需求乃至小型经营活动的小额货币资金的需求。从这个角度看，相当活跃的民间借贷反映着变革了的经济生活与处于转轨过程中的制度这两者尚不适应的矛盾。面对这种特殊的情况，简单禁止必将是禁而不止。它的解决，恐怕根本的出路，还是在于深化金融体制改革，活跃融资渠道。看来，以发展现代的信用方式来取代这种古老信用方式，还要有一个过程。

第三节　信用活动的基础

“信用经济”

有一种说法，认为现代经济可以称之为“信用经济”。理由是债权（claim）债务（debt, debt obligation, indebtedness）关系无所不在，相互交织，形成网络，覆盖着整个经济生活。在发达的工业化国家是这样，就是在发展中国家，债权债务关系的存在，都是极其普遍的现象。

对于企业经营单位，借入（borrowing）与贷出（lending），是须臾不可缺少的。在本国之内的经济联系中是这样，在国际的经济联系中更是这样。政府，几乎没有不发行债券的——不仅在国内发，也往往在国际金融市场上发；而各国政府对外国政府，有时是借债，有时是放债，有时是既借债又放债。个人同样是如此。就以我国来说，如果银行不办理储蓄存款业务，那将是不可想像的。至于在

广泛存在消费信用的国家，很多个人如不靠分期付款购买耐用消费品乃至房屋，他们将不知如何安排生活。在我国，近年来消费信用的发展也极为迅速。在经济不发达的条件下，负债是不光彩的事情；当商品货币关系高度发展时则相反，若能获取信贷，正说明有较高的信誉。作为经济强国的美国，它的债务负担之大如同它的财富之多一样地出名。2000 年，美国政府、公司和个人未清偿债务的总额 182 679 亿美元，相当于同期国民收入 98 729 亿美元的 1.85 倍。[①]

现代经济中信用规模如此巨大，其根基何在呢？

盈余与赤字，债权与债务

如果我们观察一个发达的市场经济，可以看到商品货币关系覆盖整个社会；如果我们观察一个计划经济国度，虽说对商品货币关系有诸多限制，但整个社会也并未摆脱商品货币关系的覆盖。只要处于商品货币关系的覆盖之下，那么经济生活中经济行为主体，不管是公司企业，是从事不同职业的个人，还是行使国家职能的各级政府，它（他）们的经济活动都不能不伴随着货币的收收支支。

任一经济行为主体在日常的频繁货币收支过程中，收支两相比较，可能收支相抵不多不少，但更多的情况是收支不能相抵：或收大于支，或支大于收。如果把任何经济行为主体，不管是企业、是个人、是政府，都称之为单位，那么货币收入大于支出的是盈余（surplus）单位，货币支出大于收入的是赤字（deficit）单位，当然还有一些均衡单位。当经济生活中广泛存在着盈余单位和赤字单位时，通过信用进行调剂的必要性是显而易见的。但问题在于，在金属货币流通的古老社会中，一个单位多余的金银完全可以埋在地下，不需要发生任何债权债务关系。而在当今，如果你手头上有了支出后节余下来的货币，比如钞票，就是你不把它贷出，那也仍然是提供了信用——向发行钞票的银行提供了信用；如果是银行存款，那就是掌握着对那家银行的债权。简言之，任何货币的盈余或货币的赤字，都同时意味着相应金额的债权、债务关系的存在。

而且，盈余单位往往不仅拥有债权，也同时负有债务，盈余是债权债务抵消后的净债权；同样，赤字单位往往在负有债务的同时也拥有债权，只不过债权小于债务。从这种角度看，收支相抵的单位也并不等于没有债权与债务，而是债权与债务相当。这种债权债务交错的现象是由于每一笔货币收支都同债权债务的变换、消长相联系。比如用钞票支付，实际就是付款人对发钞银行的债权转为收款人对发钞银行的债权；如果是依据银行存款签发支票支付，那就是签发支票的存款人

---

① 《联邦储备公报》，2002（10）。

对银行的债权相应减少，而收取支票人相应掌握了对该银行的债权。事实上，在现代经济生活中，人们都是在一个债权债务所交织的无所不覆盖的大网络中活动的。

经济生活中债权债务频繁变换、消长的信用关系有着自己的规律性。将具有相同经济活动性质的经济行为主体分别归类，剖析其货币收支情况，剖析货币资金供给与货币资金需求的形成，就可以认识信用关系的动向及其规律。

信用关系中的个人

个人是指有任何货币收入的人，而不论其从事任何职业。笼统地说，个人的货币支出以其货币收入为度。而且，为了防老、防病，为了防备意外，为了子女教育，为了购买住房以及其他耐用消费品等等，通常还要保有一定的节余。不过，同时也总会有些人入不敷出、有赤字。原因多种多样，如偶然的疾病和天灾人祸，如陷入失业境地，如收入下降而却不能相应地改变消费习惯等等，难以尽述。其中，在很多国家，购买住房往往是负债的重要原因。我国农村，人们为了盖房，会长期存钱备料，是结余户；而到盖房时则往往还需要再借一部分钱，于是立即从结余户变成负债户。如果一个国度在相当程度上要依靠消费信用维持再生产周转，则会造成相当普遍的个人负债。但不论如何，把所有的个人作为一个整体，几乎在任何国家中，通常是大多数年份盈余，从而是货币的主要贷出者。

就中国现在的情况来说，居民的货币盈余主要表现在手持现金、银行储蓄存款和购买国家债券与股票等几个方面。仅从城乡居民储蓄存款与金融机构资金来源对比，就可看出个人在货币资金供给中的重要地位（见表2—1）。

表2—1 单位：亿元

年　份	城乡储蓄存款当年增长额(1)	金融机构当年增长的资金来源总计(2)	(1)对(2)的百分比
1997	7 759.0	14 585.2	53.2
1998	7 127.7	13 033.9	54.7
1999	6 214.3	10 303.2	60.3
2000	4 710.6	8 959.6	52.6

资料来源：根据1997年、2001年《中国金融年鉴》数字整理。

可支配货币收入及其分割为消费与储蓄的规律

在涉及个人货币收支问题时，有一个重要概念，即可支配货币收入（disposable monetary income）。个人收入，在我国今天的农村，依然还有一部分是实物

形态、不过所占份额越来越小。如果设定货币收入为收入的惟一形态，在讨论货币收支问题时，还必须区分个人货币收入与个人可支配货币收入。个人的货币收入总额，在大多情况下，并不就是个人可以支配的货币收入。比如，职工和城镇其他居民要缴纳个人所得税，要缴纳社会保障基金应由个人所应负担的份额，农民要缴纳各种农民所应负担的税费，等等。扣除了这些缴纳义务之后，才是个人在当期的货币收入中可以由自己自由支配的部分。对个人收支的研究，其中的主要一项就是研究个人如何分配其可支配的货币收入：消费是多是少，这关系市场供需对比的状况；消费后的剩余是储蓄（经济学意义的储蓄），储蓄要转化为投资，从而储蓄是多是少，关系投资的态势，关系经济发展的态势。

储蓄可以两种形态存在。一是以实物资产形态存在，再是以货币、以票据、以股票等形态存在。诸如货币、票据、股票等等，后面将要指出，它们统称为金融资产。

个人货币在其可支配货币收入中以多大的比例消费，从而以多大的比例储蓄，对于经济生活中的金融关系格局有着重大意义。关于收入对消费，从而对储蓄的制约，人们做了多方面的研究：简单罗列，大体有：

——当期消费取决于当期收入，或者说当期消费是当期收入的函数；

——当期消费有向相同收入等级的消费水平"看齐"的倾向，而不简单受自己当期收入的具体水平所制约，或者说当期消费是当期相同收入等级的平均消费水平的函数；

——当期消费至少在一定期间会无视收入水平的下降而取决于以前达到的最高水平，或者说当期消费是前期所达到的最高消费水平的函数；

——当期消费取决于当期收入与恒久收入两者［恒久收入是指预期可以得到的全部收入的平均值，是货币主义论证货币需求函数时所使用的专门概念（见第十二章）］；

——生命周期假说，强调有收入期间的全部收入与包括无收入的退休期间的全部支出的对应，从而当期消费取决于跨期的约束条件……

对于上述的相关关系，人们通过日常的观察不难形成大体的概念。但只有通过实证的检验，才能较为精确地证明各该假说能否成立，特别是在怎样的条件下才能成立。

从诸多视角看出的收入与消费并从而与储蓄的相关关系，其相互之间，有的是可以兼容的；有的是彼此排斥的，但也不一定全然绝对地排斥。但这些林林总总的说法，归纳起来不外两点：一是消费，从而储蓄，受制约于收入；二是这一制约关系的内容极其丰富、多样，不应简单视之。其实，还存在许多处于收入制约消费之外却又反映于其间的因素。比如，近些年，我国在讨论如何拉动需求

时，有一个问题受到相当关注：上个世纪90年代中期之前，有一次覆盖全局的消费热点，即普遍购置电视机之类的家用电器，并促成消费支出的扩张；下一次全局性的热点，应是汽车、住房，目前正处于形成的过程之中。没有消费热点，纵然采取措施提高可支配货币收入，也难以相应提高消费水平。而这类消费热点，其形成的制约因素显然超出收入与支出相关关系之外。

了解这些研究成果，对于宏观经济分析，对于金融业者分析其营运环境和事业发展前景均极为必要。

顺便指出，对于个人的货币收支，西方人习惯用"预算"这个字眼表述；收入对支出的制约则叫"预算约束"。当期支出不仅受当期收入，而且更要受将来的收支安排所制约，如生命周期假说所言，则叫"跨时预算约束（intertemporal budget constraint)"。

信用关系中的企业

企业作为一个整体，既是巨大的货币资金需求者，又是巨大的资金供给者。

企业的经营目标，在市场经济中是追逐利润。为了实现目标而创业、而扩大经营，都需要资本金。如果没有或没有足够多的资金，就需要借人。如果是用借人资金经营，只要收益足以支付利息而有余，为创业和扩大经营而进行借人，在经济上是可以成立的。所以，一个企业从创业之初，便可能是赤字单位。当然，要想借人，也总得有一定数量的自有资本金。所以一个企业也不大可能从彻底的赤字单位开始。

在日常的经营过程中，由于种种原因企业也会出现赤字。如生产周期较长的企业，必须依靠借人资金才能维持周期之内的工资开支、管理费开支、原材料采购的需要。因为在周期结束、产品销售之前是没有收人的；而有了收人，即可偿还本息。这类情况在造船业、建筑业等产业部门很常见。设备更新往往与折旧提存的金额并不相符，当折旧提存不能满足更新需要时，也得暂时借款，而随后提取的折旧则是还款来源。此外，季节性的资金需要、平衡市场波动所造成的收不抵支等等，也都是需要借人款项的原因。

企业经常需要借人，但同时也经常存在盈余可以贷出。从流动资金周转的角度看，企业取得销售等收人之后到把全部收人支出之前，会有一部分货币资金存在企业手中。从固定资金周转的角度看，它是具有分期收回，逐渐积累，然后再集中开支的特点。例如折旧基金，在未开支前则是货币资金的供给来源。

既有贷出的可能，又有借人的需要，所以企业之间存在着广泛的资金调剂。有直接的调剂，但更多的是通过金融媒介所进行的调剂。不过把所有的企业作为

一个整体，资金需求方面与资金供给方面两相比较，在所有国度中，通常是需求大大超过供给。在我国可用表 2—2 的数字间接地说明这种趋势。

表 2—2 单位：亿元

年 份	国家银行中企业存款 (1)	国家银行对企业的贷款 (不包括农村贷款) (2)	(2) 相当于 (1) 的倍数
1997	22 590.9	57 781.8	2.6
1998	25 249.1	66 660.5	2.6
1999	28 733.1	71 951.2	2.5
2000	33 337.6	75 104.3	2.3

资料来源：1997 年、2001 年《中国金融年鉴》。

信用关系中的政府

政府的货币收支主要是从中央到地方的各级财政收支。或是收大于支，形成财政结余；或是支大于收，形成财政赤字。一个国家的财政收支状况是好还是坏，在有的情况下，可根据是结余还是赤字来判断；但在大多数情况下，很难据以简单地做出结论。

我国从建国到 20 世纪 70 年代末，结余年份和赤字年份相间，结余年份较多；从 1979 年开始到现在，除 1985 年一年外，其余年份均为赤字。在发展中国家，特别是在其经济发展的起步阶段，大量建设资金的需求对应着有限的财政收入，赤字往往是难以避免的。在西方主要资本主义国家中，大半个世纪以来，财政赤字也是很普遍的现象。赤字的形成，在有些年份，是它们实行赤字财政政策，企图借以缓和经济危机的结果；有时则是各种矛盾集中的反映，而并非单纯由实行赤字政策所致。

政府一般是货币资金的需求者，所以赤字普遍存在并且规模可观。就是在盈余或平衡的预算条件下，由于支出先于收入等原因，政府也会不时需要借入货币。

国际收支中的盈余和赤字

一国对其他国家的全部货币收支集中反映在该国国际收支平衡表上。一国来自外国的所有货币收入少于对外国的所有货币支出，有赤字，习惯称之为国际收支逆差；反之，有盈余，习惯称之为国际收支顺差。国际收支顺差，则盈余是向别国提供信贷的资金来源；国际收支逆差，则该国必须从国外借入资金以平衡赤字。关于这方面的问题将在第十七章进行较详细的讨论。

作为信用媒介的金融机构

个人、企业、政府和有经济联系的国外各单位，它们相互之间的债权债务有些是直接发生的，但绝大部分都是通过各种金融机构媒介而成的。比如，上述的各单位，有盈余，存入银行；有赤字，从银行贷款，等等。

作为媒介的金融机构，它们有自身的经营收入和日常经营所需的支出，结果可能是盈余，也可能是赤字。在这点上，与其他非金融单位是相同的。但作为金融媒介，它们还有另外一种债权与债务的对比：作为媒介要聚集资金，从而形成它们的债务；作为媒介要把聚集的资金通过诸如贷款等方式分配出去，从而形成它们的债权。在经营过程中可能是对它们的资金需求大于它们所聚集的资金；也可能是相反。当出现前一种差额时，将驱使它们寻求可以集聚资金的补充来源；反之，它们将设法寻求把集聚起来的多余资金加以运用的途径。这是非金融单位所不具有的一种特殊差额，表现出这类金融机构经营活动所独具的特征。

资金流量分析

把国民经济划分为几个部门，从货币收支的盈余或赤字的角度建立数量模型，并据以进行统计分析，称之为资金流量（flow of funds）核算、资金流量分析。西方国家对这套体系的研究始于20世纪40年代，第二次世界大战后逐渐在各国用于经济统计、分析和预测。我国对它的研究也有多年。

如果把一国的经济作为一个整体看，下面的等式成立：

$$Y = C + I + X - M \tag{2·1}$$

或

$$Y - C - I - X + M = 0 \tag{2·2}$$

式中，Y 为国民总收入；C 为消费；I 为投资；X 为出口；M 为进口。

然而，经济生活中微观行为主体是由不同的类型构成的。如果把不同类型的主体分别归入几个部门（sector），则每一个部门的活动结果，在货币收支对比上不是盈余，就是赤字，而很少是零。

最基本的部门划分是分为政府部门、个人部门、工商企业部门、国外部门和作为中介的金融部门。在西方国家，政府部门除去各级政府外，还包括国有企业。这是因为它们那里国有企业少，而且大多由国家财政补贴。这种划分法显然不适用于我国。个人部门应指作为消费者的个人及其家庭。但在统计中，比如还要把个体经营者和非营利性的慈善事业等包括在内。类似的划分原则在我国则是被采用的。工商企业部门，在西方国家只指私人的企业，在我国却包括国有企业。国外部门则是指国际收支，对任何类型的国家来说，其统计口径大体都是一致的。再有，则是金融部门，其中包括银行以及形形色色的金融中介机构。它们

是各部门盈余与赤字相互调节的媒介者。部门的划分并不是这个核算分析体系的创造。比如，上面关于个人、企业、政府、国际收支和金融中介机构等方面的分析并不必须引入这个核算分析体系的概念。作为这个体系的特征是在分部门的基础上建立起数量模型。其最简单的形式如表2—3。

表 2—3

部　门	收　入	消　费	投　资	进出口	资金差额： 盈余（+） 赤字（-）
1. 政府部门	Y1	C1	-I1		=F1
2. 个人部门	Y2	-C2	-I2		=F2
3. 工商企业部门	Y3		I3		=F3
4. 金融部门	Y4		I4		=F4
5. 国外部门				-X+M	=F5
合　计	Y	-C	-I	-X+M	=0

模型中的F指资金的盈余或赤字，这是从通过信用调剂的资金流动角度所考察的差额，通称为金融盈余或金融赤字。根据上面的分析，经常的、大量的赤字是出现在企业部门；政府部门也通常是资金的需求者。国外部门的F或为正，或为负；个人部门的F则多为正；金融部门的F则有正有负。不论哪个部门，有盈余，如上面曾分析过的，在信用关系存在的条件下，必然表现为债权，即实际上必然已经“贷出”；赤字之所以能够成立，实际上是负有债务，即必然已经“借入”。这就是说，一个部门的债权必然在另一个或另几个部门中有对应的等额债务；反之，一个部门的债务也必然在另一个或另几个部门中有对应的等额债权。所以，各部门的F相加应该等于零。但实际统计中，由于误差和遗漏，则很难等于零。

在这种分析体系中，是把部门内部的资金流动略去了。事实上，有的部门内部的资金流动也极重要，如不同类型的企业之间的资金流动、不同类型的金融机构之间的资金流动，等等。为此，需要在几个部门之下再划分亚部门。但统计工作中实际存在的困难往往不易实现过细的划分。

资金流量的统计和分析对于实现经济的宏观控制很有意义。对过去年份的统计与分析，可从中找出信用运动的规律，并进而对整个经济进程中存在的问题加以剖析，总结经验教训；对未来年份的规划和预测可以看出经济发展规划能否有足够的财力保证，并进而重新考虑整体规划的合理性，以便作适当的调整。

我国于1998年正式公布资金流量表。表2—4为我国2000年资金流量表中的金融交易部分。看懂这个表需要有专门的指导。这里只是使读者能得到一个粗略的印象。

表 2—4

2000 年资金流量表（金融交易账户）

Flow of Funds Accounts, 2000

单位：亿元人民币

Unit: 100 Million RMB

部门 / 交易项目	顺序号	住户 Households 运用 uses	住户 Households 来源 sources	非金融企业 Non-financial corporations 运用 uses	非金融企业 Non-financial corporations 来源 sources	政府 General government 运用 uses	政府 General government 来源 sources	金融机构 Financial institutions 运用 uses	金融机构 Financial institutions 来源 sources	国内合计 All domestic sectors 运用 uses	国内合计 All domestic sectors 来源 sources	国外 The rest of the world 运用 uses	国外 The rest of the world 来源 sources	总计 Total 运用 uses	总计 Total 来源 sources	No	sectors / items
净金融投资	1	7 898.05		5 269.30		-999.88		66.86		1 695.72		-1 695.72		0.00		1	Net financial investment
资金运用合计	2	10 869.60		9 967.38		2 714.59		17 370.47		40 922.05		3 820.53		44 742.58		2	Financial uses
资金来源合计	3		2 971.55		15 236.68		3 714.48		17 303.61		39 226.32		5 516.26		4 474.58	3	Financial sources
通货	4	993.65		107.74		23.94			1 197.16	1 125.33	1 197.16	71.83		1 197.16	1 197.16	4	Currency
本币	5	993.65		107.74		23.94			1 197.16	1 125.33	1 197.16	71.83		1 197.16	1 197.16	5	RMB currency
外币	6															6	foreign currencies
存款	7	6 609.86		7 765.55		2 053.56		537.84	16 424.54	16 966.81	16 424.54	-4.43	537.84	16 962.38	16 962.38	7	Deposits
活期存款	8	172.23		5 531.27		485.53			6 189.02	6 189.02	6 189.02			6 189.02	6 189.02	8	demand deposit
定期存款	9			1 488.16		582.67			2 070.82	2 070.82	2 070.82			2 070.82	2 070.82	9	time deposit
住户储蓄存款	10	4 949.11						4 949.11	4 949.11	4 949.11				4 949.11	4 949.11	10	savings deposit
财政存款	11					1 591.58		1 591.58	1 591.58	1 591.58				1 591.58	1 591.58	11	fiscal deposit
外汇存款	12	1 488.53		437.23		-319.63		537.84	1 601.70	2 143.97	1 601.70	-4.43	537.84	2 139.54	2 139.54	12	foreing exchange deposit
其它存款	13			308.90		-286.59			22.31	22.31	22.31			22.31	22.31	13	other deposits
贷款	14		2 971.55		9 317.77		263.22	13 968.88	-307.27	13 968.88	12 245.27	197.95	1 525.66	13 770.93	13 770.93	14	Loans
短期贷款	15		656.04		6 193.91		2.21	6 852.16		6 852.16	6 852.16			6 852.16	6 852.16	15	short-term loan
中长期贷款	16		2 315.51		4 530.19			6 845.70		6 845.70	6 845.70			6 845.70	6 845.70	16	medium-and long-term loan
财政贷款	17															17	fiscal loan
外汇贷款	18				-1 134.27		261.01	543.09	307.27	543.09	-1 180.53	197.95	1 525.66	345.14	345.14	18	foreign exchange loan
其他贷款	19				-272.07			-272.07		-272.07	-272.07			-272.07	-272.07	19	other loans
证券	20	2 223.35			2 199.69	18.78	3 132.00	3 334.95	817.60	5 577.09	6 149.29	572.20		6 149.29	6 149.29	20	Securities
债券	21	695.86			100.00	18.78	3 132.00	3 334.95	817.60	4 049.60	4 049.60			4 049.60	4 049.60	21	bonds

续前表

部门 / 交易项目	顺序号	住户 Households 运用 uses	住户 Households 来源 sources	非金融企业 Non-financial corporations 运用 uses	非金融企业 Non-financial corporations 来源 sources	政府 General government 运用 uses	政府 General government 来源 sources	金融机构 Financial institutions 运用 uses	金融机构 Financial institutions 来源 sources	国内合计 All domestic sectors 运用 uses	国内合计 All domestic sectors 来源 sources	国外 The rest of the world 运用 uses	国外 The rest of the world 来源 sources	总计 Total 运用 uses	总计 Total 来源 sources	No.	sectors / items
国债	22	770.00				18 78	3 132.00	2 343.22		3 132.00	3 132.00			3 132.00	3 132.00	22	government and public bonds
金融债券	23							935.80	935.80	935 80	935.80			935.80	935 80	23	finance bonds
中央银行债券	24							-118.20	118.20	118.20	-118.20			-118 20	-118 20	24	central bank bonds
企业债券	25	74.14			100.00			174 14		100.00	100.00			100 00	100 00	25	corporate bonds
股票	26	1 527.49			2 099.69					1 527.49	2 099.69	572.20		2 099 69	2 099 69	26	share
保险准备金	27	1 247.04		52.27			296.43		1 002.88	1 299.31	1 299 31			1 299.31	1 299.31	27	Insurance technical reserves
结算资金	28	12.90		3 691.73					-3 636.31	-3 704 62	-3 636 31			3 704.62	-3 636.31	28	Settlement funds
金融机构往来	29							-349.71	-230.41	-349 71	230.41			-349 71	230 41	29	Inter-financial institutions accounts
准备金	30							474.38	637 44	474.38	637.44			474 38	637.44	30	Required and excessive reserves
库存现金	31							-369 42	332.34	-369.42	-332.34		37 09	369.42	-369.42	31	Cash in vault
中央银行贷款	32							-2 410.57	2 777.89	-2 410.57	-2 777.89			2 410.57	-2 777 89	32	Central bank loans
其他（净）	33	-191.40		4 427 81		618.31			4 871.37	4 854.72	4 871.37			4 854 72	4 871 37	33	Miscellaneous (net)
直接投资	34			75.81	3 178.76					75.81	3 178.76	3 178.76	75 81	3 254.57	3 254.57	34	Foreign direct investment
其他对外债权债务	35			1 229.91	1 596.84		22.82	1 310.90	-363.15	2 540.81	1 256.51	1 256.51	2 540 81	3 797.32	3 797.32	35	Changes in other foreign assets and debts
国际储备资产	36							873.23		873.23			873.23	873.23	873 23	36	Changes in reserve assets
国际收支错误与遗漏	37				-1 056.37						-1 056 37	1 056.37		-1 056 37	-1 056.37	37	Errors and omissions in the BOP

第四节　信用的内容与形式

信用是借贷资本的运动形态

现代市场经济生活中，资本的运动，居于中心地位。现代信用则是借贷资本（loan capital）——用于借贷的资本或者说处于借贷关系中的资本——的运动形态。

借贷资本，首先是资本，服从于资本运动的核心要求——追求回报。其次，是与用于生产、流通、服务等过程的实体（real）资本有别：实体资本是通过资本在实体经济过程中的运作获得名之为“利润”的回报；而借贷资本并不参与实体资本的运作过程，其回报称之为“利息”。处于货币形态的借贷资本，只需把货币贷出，并不需要营运，却可坐享利息的回报，就好像货币与生俱来有一种自我增殖的天然属性，如同树能自己结出果实一样。但在市场经济中，借入的核心目的是为了营运，为了赚取利润；而利润则构成支付利息的真实来源。关于这方面的研究是经济学的重要内容，马克思在《资本论》第三卷第五篇有极为深邃的剖析。

在《金融学》的领域中，对借贷资本的分析，是从运行机制的角度考察借贷资本与用于生产、流通、服务等过程的实体资本这两者之间的相互作用。下面讨论的是其微观分析部分。至于对这个问题的宏观分析，实际转换为货币供给与实体经济的关系，将在第四篇展开。

商业信用

在再生产过程中，与公司企业的经营活动直接联系的信用有两种形式：商业信用（commercial credit）和银行信用（bank credit）。

典型的商业信用是工商企业以赊销方式对购买商品的工商企业所提供的信用。比如，一个工厂，它所生产的产品需要通过商业网进行销售，当销售其产品的商店如果缺乏购买这部分产品所需的货币资本时，那就可以采取赊销方式，即约定经过一定期限，如3个月、半年等等，由该商店归还赊销的货款。这种方式对双方都有好处。缺乏购货资本的商店利用这种信用方式，可以购入货物，进行推销并取得商业利润。假如在约定还款期限之前可将商品销售出去，这个商店甚至不必准备自有资本。对于工厂来说，虽然当时没有收入货款，但产品毕竟销售出去了，只是推迟到约定的期限才能收款。产品能否销售具有关键的意义。不能

销售、工厂必须考虑是否继续再生产；销售出去虽不能立即收到货款，但这展现该产品有销售的前景，那就可以设法筹集资本继续生产。而产品有销售前景的工厂也易于取得贷款者的信任，因为它们有归还贷款的潜力。

商业信用不仅在各国国内交易中广泛存在，并且也广泛存在于国际贸易之中，对于推动商品交易和经济增长有着重要意义。

商业信用，像是以商品提供信用。其实不然。在典型的商业信用中实际包括两个同时发生的经济行为：买卖行为和借贷行为。就上例来说，工厂向商店提供商业信用一方面是工厂向商店卖出了自己的产品；另一方面则是商店欠了工厂以一定货币金额表示的货款，从而发生了债权债务关系。就买卖行为来说，在发生商业信用之际就已完结，即该产品从工厂所有变成商店所有，就与通常现款买卖一样；而在此之后，它们之间只存在一定货币金额的债权债务关系，这种关系不会因已经属于商店的这批货物的命运如何（比如能否销售出去）而发生变化。

商业票据和票据流通

商业票据（commercial paper、commercial bill）是一种最古老的金融工具。在商业信用中，赊销商品的企业为了保证自己的权益，需要掌握一种能够受到法律保护的债务文书，在这种文书上说明债务人有按照规定金额、期限等约定条件偿还债务的义务。这类文书称之为票据。一般说来，票据有本票（promissory note）和汇票（bill of exchange、draft）两种。商业本票（commercial paper）是由债务人，如前面举例中的商店，向债权人，如前面举例中的工厂，发出的支付承诺书，承诺在约定期限支付一定款项给债权人；商业汇票（commercial bill）是由债权人，如前面举例中的工厂，向债务人，如前面举例中的商店，发出的支付命令书，命令他在约定的期限支付一定款项给第三人或持票人。汇票必须经过债务人承认才有效；债务人承认付款的手续叫承兑（acceptance）。无论本票还是汇票，期限均不超过1年。在商品经济发达的国度中，多颁布有票据法，以保护商业信用中有关当事人的权益。

票据曾经是很重要的一种流通手段。比如，前例中的工厂，当厂商把货物赊销给商店之后到商店付款之前的期间，如果需要购入原材料，就可以在商店承诺付款的票据的背面签上自己的名字，这叫做“背书”或“背签”（endorsement），并用以向原材料供应商支付货款。原材料供应商虽然没有收入现款但却收入了票据，这意味着：(1) 他卖出了原材料并可以在票据所载的日期从商店取得货币；(2) 而且假如商店付不出款，工厂要付，因为任何背书人都对还款义务负有连带责任；(3) 同时，进一步他还有可能自己在这同一张票据上背书并用以支付。这

就是商业票据可以广泛流通的原因。在马克思从事研究资本主义的年代，票据流通曾达到很大的规模。在马克思转引的资料中，有人估计汇票平均有两次背书，即流通两次。有人认为，汇票是通货的一个组成部分，其数额比其余一切部分加在一起的数额还要大。对于票据，马克思曾这样估价："它们形成真正的商业货币"[1]。

商业信用的作用和局限性

在发达的商品经济中，在工商企业之间存在着种种稳定的经济联系：原材料工业必然与加工工业发生联系，工业必然与商业发生联系，批发商必然与零售商发生联系，国内工商业必然与国内外进出口贸易商发生联系，等等。具体的工商企业之间的联系，在竞争中，由于要寻求有利的条件而可能不断变化；同时也可能力争稳定彼此之间联系以加强竞争力量。不论是力求稳定，还是多变，联系的本身则是客观的必然。对于经济发展来说，这种联系的顺畅进行是必要的条件。但在联系的过程中，购买的一方可能缺乏必要的货币资本，如果没有商业信用，这种联系就会发生阻滞；如果卖方有能力提供商业信用，生产和流通过程就会比较顺畅。联系是在经济运行过程中以万计、以亿计的点上发生的；是否需要商业信用，在亿万个点的交往中买卖双方即可独立决策。正是通过这种可以分散决策的商业信用活动，润滑着整个生产流通过程，促进经济的发展。这也就是为什么直到今天，商业信用一直广泛地存在于商品推销和国际贸易领域之中的原因。

商业信用的局限性有两方面。一方面是这种信用形式存在于工商企业之间，所以它的规模大小是以产业资本的规模为度；其最大作用是产业资本的充分利用。另一方面是其严格的方向性。比如说，纺织印染厂可向服装厂提供商业信用，而服装厂则不能向纺织印染厂提供商业信用，因为纺织印染厂的生产不是以服装为材料。一般地说，是上游产品企业向下游产品企业提供信用，是工业向商业提供信用，因而有些企业很难从这种形式取得必要的信用支持。

商业信用的局限性也决定了票据流通的局限性，它只能在彼此有经常往来而且相互了解的工商企业之间流通。此外，每张票据的金额都是不同的，支付期限也不同，用以支付不很方便。

商业信用在中国

赊销赊购的商业信用，在东西方都是很古老的信用形式。通过票据的规范化

[1] 参见《马克思恩格斯全集》，第25卷，450页，北京，人民出版社，1974。

使商业信用规范化，则是从西方开始。有一本书记载，12世纪，商业票据已在意大利的商业城市中相当广泛地使用。大商人经常处于相互借贷的关系中。“很难相信从英格兰购买数百包羊毛的商人，在将这些羊毛制成呢绒出售前就能偿清羊毛的价款。”[①] 马克思在《资本论》第三卷第五篇对商业信用有详尽的剖析并引述了很多有关这方面的具体而生动的资料。

在中国，工商业之间的商业信用，习惯上不是使用定规形式的票据，而是采取“挂账”的办法，即在账簿上记载债权债务关系。这是在封建主义的长期束缚下商品货币关系发展迟缓所决定的。1929年，国民党政府颁布了票据法，明确规定商业票据是法定的票据之一，对商业信用较大规模的发展有所推动。

上个世纪50年代初新中国成立之后，由于实施高度集权的中央计划管理体制，采取了取消商业信用的政策。经过20年，到70年代末实施改革开放的方针政策之后，商业信用开始恢复运用于推销商品等经营活动之中。顺应着这样的变化，银行也开始对商业信用的发展给予支持。

但是，到上个世纪90年代初，中国的商业信用依然很不规范，没有得到显著的发展。1995年5月10日，《中华人民共和国票据法》颁布。新票据法明确规定了在商业票据开出与使用过程中各当事人的权利与义务，规定了商业票据中必须记录的条款。新票据法的实施，对于中国商业信用的规范化发展起到了推动的作用。

商业信用这个概念，其典型含义是买卖交易中延期支付货款，但在中国的经济术语中它往往泛指一切在企业之间所发生的信用关系。我们还有一个“强制商业信用”的说法，是指本应支付的货款而拖欠不付这类现象。“强制信用”与一般商业信用的区别在于：前者是在商品买方强制拖欠货款的情形下发生的；后者是在商品卖方主动提供，或经买卖双方磋商之下形成的。强制商业信用违背了商品经济下交换与借贷的基本原则，实际是拖欠方对被拖欠方财产的侵犯行为。

银行信用

具备如下两个特点的信用是银行信用：(1) 以金融机构作为媒介，这里所说的金融机构主要是指银行，同时也包括经营类似银行业务的其他非银行的金融机构；(2) 借贷的对象，直接就是处于货币形态的资本。

由于借贷的是作为一般购买手段和支付手段的货币而且有金融机构的中介，所以前面说到的商业信用的局限性，在银行信用这种形式里是不存在的。比如，

① 亨利·皮朗：《中世纪欧洲经济社会史》，中文1版，111~112页，上海，上海人民出版社，1964。

商业信用只能是上游企业贷给下游企业，而在银行信用中，下游企业多余的货币资金也可贷给上游企业。又如，商业信用的成立需要借者和贷者在借贷规模上取得一致，在银行信用形式下，聚小额的可贷货币可以满足对大额货币资本的借入需求，大额的可贷货币资本也很容易分散满足较小数额的货币借入需求。再如，商业信用的成立需要借者和贷者在借贷的期限上取得一致，在银行信用形式下，把短期可贷货币连接起来可以满足对较长期的资本需求者，较长期的可贷货币也可方便地先后贷给较短期的货币需求者，等等。通常所剖析的信用的灵活调节功能可以使货币资金得到充分的利用，主要是以银行信用形式作为典型来论证的。

在市场经济中，商业信用的发展日益依赖于银行信用。假如没有银行信用存在，一个企业是否提供商业信用，必然要考虑在没有货款收入的情况下自己的企业能否继续周转；有了银行信用，则会考虑可否依据延期付款的承诺从银行取得贷款，如果可能，商业信用即可提供。事实上，商业票据贴现和抵押贷款，就是银行发展过程中首先扩展的主要业务。

银行家的票据——银行券

银行依据票据提供贷款首先靠的是它们所集聚的货币，——在铸币流通时是金银铸币。当这些集聚起来的货币不足以应付借款需求时，银行家发现，可以签发自己的票据——允诺持有人可据以要求兑付为铸币的票据——来代替企业家个人的票据。由于银行较之一般工商企业主有更大的信用，从而他们签发的票据可以较广泛地为人们所接受。同时，银行家发现签发不定期的，即随时可以向自己要求兑付的票据更为人们所欢迎。而持有者大多却不会立即要求银行兑付金银币。这就使银行家有更大的余地采用签发自己票据的办法来代替工商企业家的票据。由银行家签发的这种可随时兑付的票据就是在上一章中所提到的银行券(banknote)。马克思说："银行券无非是向银行家开出的、持票人随时可以兑现的、由银行家用来代替私人汇票的一种汇票"[1]。随着银行业务的发展，银行券也日益不限于用来代替商业票据而被更广泛地用于各项其他贷款业务之中。关于银行券问题还将在第十章、第十二章作进一步的讨论。

间接融资与直接融资

直接融资（direct finance）与间接融资（indirect finance）这对概念的使用不过四五十年。

---

[1] 《马克思恩格斯全集》，第25卷，454页，北京，人民出版社，1974。

在银行信用中，银行这类金融机构是信用活动的中间环节，是媒介。从集聚资金角度，它们是货币资金所有者的债务人；从贷出资金角度，它们是货币资金需求者的债权人。至于货币资金的所有者同货币资金需求者这两者之间，在银行信用之中，并不发生直接的债权债务关系。所以，这种资金运作方式称为间接融资或间接金融。

与之相对应的是直接融资或直接金融。它是指公司、企业在金融市场上从资金所有者那里直接融通货币资金，其方式是发行股票或债券。股票或公司债券的发行者，售出股票、债券，取得货币资金；资金所有者，买进股票、债券，付出了货币资金。在这个过程中，没有既扮演债务人角色又扮演债权人角色的中介者处于债权人和债务人、资金所有者和资金需要者之间，所以用直接融资或直接金融概括，以区别于间接融资。需要指出的是，这种概念的划分不能就字面解释。如私人之间的借贷，如商业信用，都是资金所有者和资金需要者面对面地融通资金，符合“直接”的字面含义。但现在所说的直接融资概念，则是在股票市场，债券市场发展到一定水平才形成的。

我国在计划经济体制下只有间接融资而无直接融资。上个世纪 80 年代后期，这对概念开始引入。随着证券市场的从无到有，直接融资则有了快速的发展。不过在开始阶段，怀着对证券市场的恐惧，直到上个世纪 90 年代中期，还一再强调“间接融资为主，直接融资为辅”。姗姗来迟的观念转变，则是进入 21 世纪之后才明朗化。表 2—5 提供了我国直接融资与间接融资对比变化的趋势：

表 2—5　　1986—2000 年我国间接融资、直接融资情况　　单位：亿元

年份	间接融资（1）	直接融资（2）	（2）/｛（1）+（2）｝%
1986	8 150.00	401.84	4.70
1987	9 800.00	562.88	5.43
1988	12 219.50	873.68	6.67
1989	14 360.10	1 128.77	7.29
1990	17 680.70	1 319.34	6.94
1991	21 337.80	1 754.34	7.54
1992	26 322.90	2 653.07	9.16
1993	32 943.10	3 074.78	8.54
1994	40 810.10	3 493.40	7.89
1995	50 394.20	4 420.62	8.06
1996	61 152.80	6 464.55	9.56
1997	74 914.10	10 617.61	12.46
1998	86 524.10	13 888.73	13.83

续前表

年份	间接融资（1）	直接融资（2）	(2)/[(1)+(2)]%
1999	93 734.28	14 420.40	13.33
2000	99 371.07	15 170.61	13.24

资料来源：据《中国统计年鉴（2000）》、《中国证券期货年鉴（1999）》及 2001 年 1 月《金融时报》的数字整理。

国家信用

国家信用，我们通常是指政府的——或者更广泛地说统治当局的——信用，是一种古老的信用形式，或许伴随着国家机器的形成，它就产生了。在传说中，东周的周赧王还不起债，逃到一个高台上去躲避，因此后人把这个台叫"债台"，债台高筑的成语就是从这里来的。[①] 在中国史书上，明确记载有不少朝廷借债的事。如东汉安帝永初四年对羌人作战，军费不断增大，曾有"官负人责（债）数十亿万"的记载；[②] 顺帝永和六年，"诏贷王侯国租一岁"和"诏假民有赀者户钱一千"，即向王侯预征一年租税和向有钱的百姓每户借钱一千。[③] 资本主义关系发展起来后，国家信用的最早典型事例是，伦敦城的一群商人为了向当时英国国王威廉三世贷款成立了英格兰银行。由于向政府提供贷款支持，使得 1694 年成立的这家私人银行日后变成了英国的中央银行。1844 年，在它日益明确为中央银行地位之际，根据1 400万英镑的国家债务发行无黄金保证的银行券，成为这家银行的特权。

通常提到国家信用，似乎就是国家向臣民借债。其实国家也往往是放债人。《周礼·泉府》记载："民"可以从"泉府"赊贷，有短期无息贷放，有收取利息的贷放，而泉府的收入用于"国事"。汉代，有官府贷放种子、口粮的做法，有时是救济，有时是鼓励务农。上面提到的东汉顺帝就曾对"贫人"放贷，并还有对受灾者"勿收责（债）"的命令。隋唐之际，官府有专门用来放债和经营商业活动的本钱，叫"公廨本钱"，收益是官俸的来源。这则是把放债作为财政收入手段的例子。北宋王安石变法，其中重要的两项措施，一是政府向农民贷钱贷实物，一是向商贩贷款，目的则是发展经济，增加财政收入。从革命根据地开始直至中华人民共和国建立，革命政权一直对农民发放农贷，正是这种历史传统的延续。

---

① 《汉书·诸侯王表第二》以及服虔所做的注。

② 《后汉书·庞参传》。

③ 《后汉书·顺帝纪》。

在现代社会中，国家从国内筹款是内债，从国外筹款是外债。不论内债或外债，在经济生活中都是不可忽视的重要因素。表 2—6 说明一些国家未清偿债务增长的状况：

表 2—6　　美英等五国的未清偿债务　　单位：亿各该国货币单位

年 份	美 国	英 国	法 国	日 本	印 度
1971	3 173	282	874	—	—
1980	7 377	966	4 044	—	4 534
1990	25 651	1 584	17 441	—	26 104
2000	34 132	—	—	4 930 000	93 443

资料来源：国际货币基金组织：《国际金融统计年报（2001)》；日本数字取自日本财政部网站。其中，美国是"借自居民的债务总额"；英国是"借自国内的债务"；法国是"法国法郎债务"；印度是"借自国内的债务"。

国家信用的主要工具是国库发行的债券，简称国库券（短期：treasury bill；中期：treasury note；长期：treasury bond)。我国自 1981 年开始发行国库券，属中长期的国库券[①]，到 2001 年共累积发行 26 717.57 亿元。[②] 国家的债务简称国债（national debts）或公债（public debts)。美国是一个负有大量国家债务的国家，1997 年是其政府债务总额最高的年份，据国际货币基金组织的材料，为 38 453 亿美元，相当于当年国内生产总值 81 109 亿美元的 47.4%。日本的国家债务在 1996 年就已超过 500 万亿日元，相当于其一年的国内生产总值。

究竟应该如何看待规模越来越大的国家信用，存有不同的看法。自古以来的传统观点，对国家举债是持否定态度的。这有其根据和道理。至于在现代经济生活的背景下，如此认识则嫌简单。对于这个问题，后面有关章节还要作深一步的讨论。

消费信用

消费信用（consumer credit）是指对消费者个人提供的，用以满足其消费方面所需货币的信用。如果按照这样的界说，古老的高利贷也是消费信用。但现代经济生活中的消费信用则是与商品，特别是住房和耐用消费品的销售紧密联系在一起的。

现代消费信用的方式多种多样：商人直接以赊销的方式，特别是分期付款的赊销方式，对顾客提供信用；银行和其他金融机构直接贷款给个人用以购买耐用

① 正式英文译名是 Treasury Bills of P.R.C.

② 《中国统计年鉴（2002)》。

消费品、住房以及支付旅游等费用；银行和其他金融机构对个人提供信用卡，客户只需持信用卡，便可以在接受该种信用卡的商店购买商品，定期与银行结账，等等。

谈起个人负债，人们往往持谨慎的态度。作为消费者，个人负债意味着必须从其未来的工薪收入中扣出一部分归还债务。除非将来不仅有收入而且收入稳定，否则就会陷入偿债危机。就我国人民的传统生活方式和相应的观念来说，靠负债维持生活的做法是难以设想的。但在现代西方发达国家中，这却又是事实。例如，美国的消费信用规模，在 1929 年是 71 亿美元，到 2001 年 12 月底，这种信用的未清偿总额已达 17 013.87 亿元，即 73 年间增长到约 240 倍，几乎到了无人不负债的程度。

放在现代经济生活的背景上来考察，消费信用在一定条件下可以促进消费商品的生产与销售，并从而促进经济的增长。据估计，若不采取分期付款这一消费信用的典型支付方式，西方汽车的销售数量将会减少 1/3。此外，消费信用对于促进新技术的应用、新产品的推销以及产品的更新换代，也具有不可低估的作用。当然，消费信用在一定情况下也会对经济发展产生消极作用。如果消费需求过高，生产扩张能力有限，消费信用则会加剧市场供求紧张状态，促使物价上涨，促成虚假的繁荣，等等。

我国改革开放之初，开始出现小规模的消费信用。如针对某类产品的销售困难，采用赊售办法以促销。但比较有意义的是配合住房管理体制的改革试行购买商品房的贷款。随着我国经济体制改革的进一步深入，以配合居民住房管理体制改革为主要目的的各种商品房信贷业务逐渐开展起来。随后，其他一些耐用消费品的促销，如汽车的促销，也越来越多地采用分期付款、抵押贷款等方式。在东南亚金融危机爆发之后的 1998 年，为了保持必要的经济增长速度，确定了拉动内需的方针，加速发展消费信用是所采取的重要措施之一。目前，我国消费信用开展的主要领域是购买住房和汽车。到 2001 年底，总额已达 6 990 亿元。由于消费信贷往往可以对于有效需求规模产生一定程度的影响力，因此，在我国宏观调控机制向市场化转轨过程中以及转轨完成后，将会较多地借助于调整消费信贷的规模，实现调节总需求的目标。

除去以上几种主要信用形式外，随着现代经济的发展，还有一些其他信用方式，如金融租赁和补偿贸易，等等。这些信用形式大多与国际之间经济交往的发展有联系，当然有些也用于国内。

第五节 国际信用

国际信用是信用活动极为活跃的领域。如果说，信用体现着用于借贷的资本运动，那么国际信用则体现着在国与国之间的资本流动。

资本输出与国际资本流动

国与国之间资本流动的早期形式是资本输出（export of capital）。资本输出是指存在资本相对过剩的发达资本主义国家对落后的殖民地国家所进行的单边的跨国投资。第一次世界大战之前的一百几十年间，资本输出是国际政治经济关系中重大问题；瓜分资本输出领域，与瓜分商品销售市场同样，是列强之间划分势力范围的焦点。

马克思和列宁对资本输出曾有过深刻的分析。马克思认为，随着资本有机构成的提高，平均利润率呈下降趋势。相对于国内日益下降的平均利润率而言，必然存在大量过剩资本。大量过剩资本的存在形成了资本输出的必要条件。马克思指出：资本输往国外“这种情况之所以发生，并不是因为它在国内已经绝对不能使用。这种情况之所以发生，是因为它在国外能够按更高的利润率来使用”[①]。列宁判断，19 世纪末 20 世纪初，资本主义由自由竞争阶段进人垄断阶段，他指出：“自由竞争占完全统治地位的旧资本主义的特征是商品输出，垄断占统治地位的最新资本主义的特征是资本输出。”[②] 对于资本输出的社会经济意义，列宁认为：一方面加速了输人资本的国家的资本主义的发展；另一方面则成为帝国主义侵略和奴役落后国家，把它们变成自己的殖民地和附属国的重要手段。

通过第一次世界大战以后几十年间世界政治经济格局的演变，人们普遍采用国际资本流动（international capital flow）的词语来代替资本输出的说法。

国际资本流动是当今国际经济联系的一个重要特征。代替宗主国向殖民地、附属国单边的资本输出，国际资本流动所概括的则是资本在国际之间的多边相互流动。

随着科学技术的飞跃进步，生产力得到不断发展。一些工业发达的、富裕的资本主义国家依然面临资本相对过剩和国内市场相对饱和的问题。从而依然存在

① 《马克思恩格斯全集》，第 25 卷，285 页，北京，人民出版社，1974。
② 《列宁选集》，第 2 卷，782 页，北京，人民出版社，1972。

把资本输出到那些资本相对短缺、劳动力相对过剩的国家的要求。不过，代替过去列强瓜分世界的政治经济格局，现在突出的是经济目标：将资本输入有潜力的销售市场，既可以利用当地的资源和劳动力优势，使资本与当地便宜的劳动力结合；同时，就地生产，不仅可以节省各种运输费、保险费等，又可以逃避所在国对输入商品的各种限制，扩大销售。而对于资本输入国来说，国际资本流动为本国提供了新的资金来源，提高了投资能力，有利于资源的开发和使用，促进本国生产能力的提高，增加本国的就业机会。而且大量资本的流入常常伴随着先进技术和设备的流入，这对于缺乏资金和技术较落后的发展中国家尤为重要。

而且，与资本从发达国家流入发展中国家的流向同时存在的，还有资本从发展中国家流入发达国家的流向。比如近些年，中国的企业已经有在美国和西欧开设工厂的。当然，在发达国家之间和发展中国家之间，也有多种多样的资本流动。

国际资本流动的扩展，在于在生产力不断发展的基础上，国际分工关系之日益深化。过去，国际贸易是各国企业为了寻找最佳的资源配置并以最低成本生产最多产品而对商品输出入的利用。但是在现代化大生产情况下，这种商品输出入模式的国际分工已不能完全适应需要，而是进一步要求资本、劳动和资源在国际间流动。如果说过去世界经济联系是一种国内生产、对外交换的模式，现在则日益形成一种跨国生产、跨国经营的现代模式。跨国公司和跨国银行的活动，可以说是具体的表现。

国际信用的形式

国际信用大体可划分为两类方式：

(1) 国外商业性借贷（foreign commercial loan)：其基本特征是资金输出者与使用者之间构成借贷双方。它包括出口信贷、银行贷款、债券发行、政府贷款、国际金融机构贷款、补偿贸易和国际租赁等多种具体形式。

(2) 国外直接投资（foreign direct investment，FDI)：这是一国资本直接投资于另一国企业，成为企业的所有者或享有部分所有权的一种资本流动形式。一般包括一国的投资者到另一国进行股权式的投资，一国的投资者到另一国进行契约式合营，和一国的投资者到另一国进行独资经营等几种情况。

国外的直接投资，其中股权式投资，如下一节将要剖析的，既涵盖于信用范畴，又不等同于简单借贷；至于非股权式投资则明确不属于借贷资本运动的形态。但投资一旦跨出国界，如后面“开放经济的均衡”一章所剖析，立即构成国与国之间债权债务总体的构成部分。所以，包括直接投资的国际资本流动均概括

在国际信用范畴之内；而国际之间的直接投资也就被视之为国际信用的一种形式。

国际信用的特征

与国内信用相比较，国际信用在规模、风险、复杂性等方面都有着显著的特点：

——规模大。国际信用关系中的授信方通常是资金实力较为雄厚的国际金融机构、跨国银行、跨国公司或发达国家政府，有充裕的资金来源；而受信者往往存在大额的资金需求，如果没有国际信用进一步拓展其资金来源，仅靠国内信用筹资难以满足。

——风险大，并具有双向性。由于国际信用发生在跨国、跨地区的经济主体之间，授信者对外国政府、企业的资信难以准确评估，除了面临更大的信用风险外，还将面临国家风险、外汇风险等，因而其风险可能大于国内信用。此外，新兴市场国家或地区作为国际信用的一类重要的受信方，由于金融体制不健全，又缺乏完善的风险预防和监控机制，如果引入外资规模不当或过早开放国内金融市场，极易受到巨额短期投机性国际资本的冲击而面临各种风险，严重时甚至引发金融危机和经济危机。

——复杂性。表现为国际信用的程序、形式、工具以及动机较之国内信用更为复杂。以跨国公司从事海外直接投资为例，除了追求更高的资本收益率这一根本动机之外，还可能是为了分散投资风险、规避母国严格的监管或寻求避税地、维护出口市场等。

——方向上的不对称性。虽然国际信用的方向具有交叉性，既包含资本从发达国家向发展中国家的“垂直流动”，又包含发达国家之间、发展中国家之间的“水平流动”，并且还包含从发展中国家向发达国家的“逆向流动”，但授信方仍以国际金融机构、发达国家政府、跨国公司及国际商业银行为主，而大多数发展中国家、新兴市场国家，总体来看仍然是净债务方。当然也有特例。如美国就是一个最大的负债国家。

此外，随着国际金融市场的发展和世界经济金融一体化进程的加快，国际信用发展的速度和规模远远快于世界贸易。尤其是20世纪90年代以来短期投机性国际资本的迅速增长，已经与真实生产和贸易没有直接的联系。

我国对国际信用的利用

改革开放之前，在高度集中的计划经济与闭关锁国的政策下，我国取消了除

银行信用以外的所有信用形式，坚持"既无外债又无内债"的方针，禁绝国际资本以任何方式流出入。改革开放以后，对待国际信用，从全盘否定、排斥转向适度地发展和利用。对于不同形式的国际信用区别对待、分类管理：对外国直接投资实行鼓励政策，对外债规模严格控制，谨慎开放证券投资市场，防范国际资本流动冲击。从图 2—1 可以看出我国的外国投资直接流入额和外债总额的变化趋势。实践证明，合理利用国际信用有利于推动我国经济的持续快速增长。

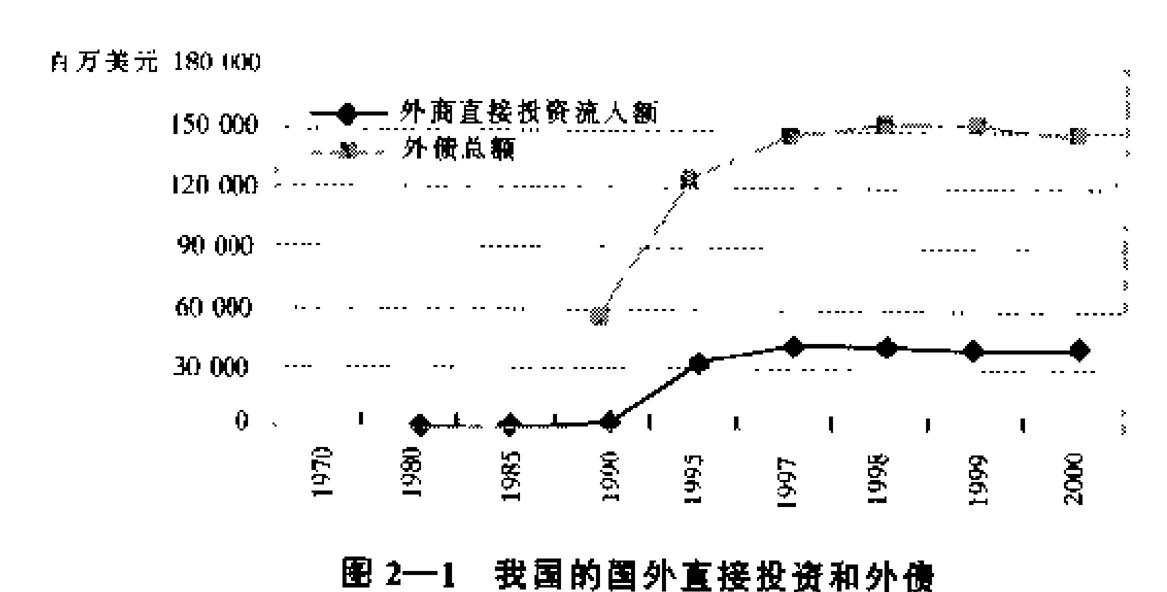


图 2—1　我国的国外直接投资和外债

资料来源：2001 年《世界经济年鉴》。

本节内容，在十七章将作较为具体的讲述。

第六节　股份公司

股份公司

马克思在《资本论》第三卷第五篇以"信用在资本主义生产中的作用"为题的第二十七章中，以极大的注意力考察了股份公司（stock company，joint-stock company）问题。

进入 19 世纪，一种与独资企业及合伙企业（partnership）不同的新型企业组织形式——股份公司，在西方资本主义国家得到了极其迅速的发展。当前，在工业化国家中，较大的工商业大都以这种形式出现；在世界上名列前茅的有名大公司，更无不采用股份公司的组织形式。据统计，美国机械产品产值有九成是由股份公司制造的。

股份公司的典型形式，是指有限责任公司（limited liability company）。股份有限责任公司，通常简称股份有限公司，特点是：（1）公司的资本通过发行股票

(stock certificate, stocks, shares) 方式筹集，股票面值相等，每股金额不大，一般公众有可能认购。现在大多的股票都是一个货币单位（如1元、1镑、1马克……）一股。（2）股票是股份有限公司的所有权证，其持有人称之为股东(stock holder)，股东对公司只负有限责任。所谓有限责任，是说当公司的资产不抵负债时，如果认股时已交足认购金额，股东除去已投入股票的资本外不再负任何责任；如未交足，只需补足未交金额即可，而不管公司的净负债有多大。(3)股票一般规定不能退股，但可以出售、转让。相应地，各国均组织有专门的股票市场。(4) 股东可根据其所持股票数量而有相应的投票权，但分散的小量股票的持有者，这种投票权实际上没有多大意义；真正决策者是少数持有巨额股票的股东。而大量小股东，之所以买股票，不过是选择一种保存自己财富的形式，他们恐怕也从不认为有必要去行使投票权。(5) 公司的经营绝大部分是由专门的经理人员进行。他们可以取得高薪，但不是资本的所有者。(6) 对于股份有限公司，各国均有详尽的法规。

股份有限公司主要集中于钢铁、汽车、化工、机械、军工等传统资本密集型的行业和飞机、宇航、电子、计算机、新材料等技术密集型行业。在金融业中，大银行也多为股份有限公司。简言之，股份有限公司主要存在于那些资本规模巨大的经营领域，也可以说，没有股份公司这种集聚资本的形式，一些必须投入巨额资本的事业也难以推进。

股份公司与信用

股份有限公司这种组织形式的存在以信用关系的普遍发展为前提条件。

股份公司的资本是靠发行股票集聚的。而股票能够发行出去，其前提是必须存在有巨大的货币资金市场。商品货币关系的拓展，使持有货币的公众极大地增加；与之同时，信用关系的迅速发展使那些只有少量剩余货币的公众改变了只把它们存在箱子底的习惯，并寻找有利的投放场所。于是，一个不仅有大额货币资金进入，也有为数众多的小额货币资金进入的信用市场形成了。有了这个市场，以票面金额不大为特征的股票就可成为小额货币持有者的投资对象；当然，也不妨碍它们成为大额货币资金的投放对象。信用关系的发展，还使得只是短暂不用的货币进入信用市场，通过灵活的信用调剂，得到利用。以小面额为特征的股票还具有可以方便转让的特点，这就使得短期资金也成为支持股份公司发展的力量。

股票能成为广泛的投资对象，还有一个重要前提，即前面所指出的股票持有者对公司的行为只负有限责任。在非有限公司的组织形式中，出资人对企业的行

为负无限责任，即以其全部财产负责。这在古代的经营中是天经地义的。但是当开发一个巨大的事业时，有可能进行投资的一般公众，事实上无法掌握甚至无法了解事业进行的状况。如果还要求任何投资者都负无限责任，则无法利用进入信用市场的大量分散的小额、短期的资金。然而，在一般信用关系中，贷者对借者的经营活动不负任何责任：如果借者无力归还，贷者的损失也不过是贷出的金额。当信用关系在经济生活中日益成为不可缺少的因素时，信用关系中的原则就会在客观需要时移入投资领域，于是就有了既是投资又只负有限责任的股份制。并从而克服了大事业必须由分散的小额资金来支持，而小额资金所有者如果要他们负无限责任就不可能投资的矛盾。

所有权与经营权的分离及其在社会经济发展中的意义

资本，马克思分析，它有两个方面内容：一是对资本的所有权（ownership），即资本属于谁；一是资本的职能，即占有剩余价值的职能，这个职能只有通过资本的运用才能实现，所以有个资本由谁经营的问题。这两者往往是结合在一起的，即资本家本人运用自己的资本，实现资本的职能；也可能是分离的，如资本家委托旁人经营，而实现的资本收益由资本家分一部分给经营者。后一种情况在旧中国是很常见的。出资人称为“东家”；经营者往往是各该行业中的行家但自己却无资本，他们从东家那里领取资本和经营任务，称之为“领东”。经营一年或几年，向东家报账，东家再按习惯的处理原则从利润中给予报酬和奖励。

股份公司的出现使所有权和经营权的关系出现了有本质意义的发展。

从所有权来说，一个股份公司的资本不仅不是一个人的资本，也不是几个人的资本，而是很多人的资本，因而这是一种具有“社会性”的资本。在这种形势下，所有权与经营权是必然要分离的。如果说，一个资本家独资或几个资本家合伙，他们可以选择是自己经营还是请人经营，那么在股份制下，众多的股东是一般不可能自己直接经营的。

在股份公司发展的基础上，经理人员形成了一个阶层，他们不是资本的所有者，而只是执行资本的职能。在这里，资本的所有权已不再是发挥资本职能的前提。

资本从私人的变成“社会的”，资本的所有权必然要与经营权分离，经营也不再以所有权为前提，——显然，在这种情况下，改变所有权制度，即从私有变为真正的公有，并不会对经营组织的过程产生不可克服的障碍。所以，对于股份制的发展，马克思认为“这是作为私人财产的资本在资本主义生产方式本身范围

内的扬弃……是资本再转化为生产者的财产所必需的过渡点……是和资本所有权结合在一起的再生产过程中的职能……转化为社会职能的过渡点"[①]。

股份公司在中国

鸦片战争之后，随着帝国主义的入侵，一些股份制的外国公司进入中国。1869年，上海已有从事股票经纪的外国商号，专门从事外国企业的股票买卖。19世纪后半叶，先是清政府的洋务派创办了一些近代军用工业，如江南制造总局、金陵制造局等。随后，又兴办了一些官办、官商合办的民用工业，如轮船招商局、开平煤矿、汉阳铁厂、上海机器织布局等。这是中国最先采取股份公司形式的一批企业。到20世纪30年代，已有一批民族资本的股份公司从事工商业经营，特别是大的商业银行，多采用股份有限公司形式。

中华人民共和国成立后，随着没收官僚资本和对生产资料所有制的社会主义改造，大中型企业都转化为公有制的国营企业。它们的"资本"都属于国家，国营企业的新建和扩建，其投资则由国家财政统一筹集。所以股份公司的形式不再有存在的根据。至于股票市场，在建国之初即已取缔。

股份化与国有经济的改革

20世纪80年代中期，在改革开放政策摸索推进的背景下，首先从筹集资金的角度提出了推行股份制，或称"股份化"的问题。有的企业在职工中间或更大的范围内发行股票，提出什么"入股自愿，退股自由，利息从优，年终分红"之类的办法。显然，这是一种很不规范的集资形式，与股份公司制度并无共同之点。

在组织企业集团，组织中外合资企业等方面，较早地明确了现代股份公司形式的必要性。问题是，在国有大中型企业的领域中，应不应该普遍采用股份公司制度，采用这种制度会不会改变企业的社会主义性质，采用这种制度是不是搞活企业和改革国有经济的必由之路。如此等等，见解颇不一致。其实，如前指出，马克思早就深刻地论断：股份形式"是资本再转化为生产者的财产所必需的过渡点"。根据这样的论断，问题本来是不难取得答案的。

进入90年代以来，随着我国对企业管理制度，尤其是国有企业管理体制改革的深入，股份公司逐渐成为令人们广泛关注的一种组织形式，并得到了十分迅速的发展。1993年12月《中华人民共和国公司法》的颁布为推动我国股份公司

---

① 《马克思恩格斯全集》，第25卷，493、494页，北京，人民出版社，1974。

的规范化发展提供了立法条件。1997年召开的党的十五大则进一步明确了股份制是公有制的一种实现形式。由此，伴随着建立现代企业制度的目标，股份公司这种组织形式得到了不断的发展。

对于利用股份制形式来改造国有企业在经济管理方面的弊端，人们曾寄予颇大的期望。然而实践证明，政治经济体制所导出的问题，单靠一种企业的组织形式——哪怕是一种极其优越的形式——是解决不了的。如有股份公司之名而管理依然照原有的办法运作，如利用股票的发行套取货币资本而并不用于有经济和社会效益的投资等等弊端，尚需大力解决。随着市场经济改革的深入，股份制度必将在本土化和国际化相结合的进程中健康成长。

第七节　信用缺失与建立市场经济的信用秩序

守信与失信

信用，作为一个经济范畴，本章开始即以指出，其特征是以收回为条件的付出，或以归还为义务的取得；其存在的理由是为了满足在不同所有者之间以不改变所有权为条件的财富调剂的需要。

作为借贷行为的信用，包含守信与失信两个侧面。借贷双方彼此遵守信用行为依以建立的契约，是守信；借贷双方或任何一方不遵守信用行为依以建立的契约，是失信。当然会有完全守信、完全失信，基本守信、基本失信，部分守信、部分失信等等程度上的差别。我国当前所存在的恶意逃废债行为，属于极端的失信行为。

失信并不等于蓄意赖账，蓄意赖账只是失信行为中的一种。除去赖账，还有种种原因都有可能导致失信行为的产生。比如农民借来粮食种田，一场天灾造成颗粒无收，失信不可避免。今天的经济生活中，类似的情况依然存在。一提失信，想到的往往是借款的一方不履行还本付息的约定。其实，贷款方也有失信的问题。如不按约定提供贷款，就有可能使借款者陷入困境。当然，失信这种矛盾发生的主要方面在于借款方。

就经济过程中所有信用行为的整体来看，守信与失信这两个侧面总是相互伴随而存在的。从逻辑上说，守信是信用范畴的支撑；不能守信，必然威胁信用范畴本身的存在。至于失信，如果持续地、大量地存在，信用联系就会受到阻碍。比如，有资金的不愿贷出；借款的条件恶化——如必须支付高额利息，等等。要是失信成为信用行为中的主导方面，信用就会萎缩甚至中断。

在自然经济时代，信用的规模较小，只局限于经济过程的某些方面，失信对于社会经济生活的危害有限。伴随着市场经济的发展，信用关系相应发展；伴随着市场经济覆盖整个经济生活，信用关系也覆盖整个经济生活。第三节提到，现代的市场经济可以称之为“信用经济”，信用行为贯穿于经济运行的各个环节，债权债务关系无所不在，相互交织，形成网络。这时，在越来越复杂的经济联系中，有可能造成失信行为的因素增多；而任何一个环节出现失信现象，都会造成交易链条中断，极易引起连锁反应，严重时会导致经济危机。

维护信用机制的发展

伴随着失信威胁的存在，经济生活本身也同时发展了应对失信、维护守信的机制。

信用是经济范畴，就其本身来看，守信机制的核心是经济利益的权衡。

在工业文明与市场经济发展之前，道德约束与经济利益的权衡共同维护信用联系，彼此不易区分。自然经济状态下，市场局限在较小的范围之内，经济主体之间的交易行为基本上表现为自然人之间的交换。交易双方的信息交换，包括有关信用信息的交换，较为充分、全面。借者了解贷者的贷款能力和追索本息的手段；贷者则了解借者的借款用途、还款能力和为人品格。信用契约的成立，依据的是相互的全面了解。还本付息的履行，有长远经济利益的约束，那就是“好借好还，再借不难”；同时也有生活在社会群体中所要求的声誉约束。这时，失信的成本较高。

工业文明与市场经济的发展使信用联系方式不断增多，信用规模不断扩大；社会交易活动越来越突破时间和空间的制约，又使得信用信息的不对称性日益加剧——借贷双方日益难于相互直接了解。单纯的道德约束在违约所带来的巨大利益诱惑面前逐渐显得软弱无力；守信与失信的选择日益取决于利益约束机制之下的成本与收益的对比。在信用联系方式不断增多，信用规模不断扩大，借贷双方日益难于相互直接了解的条件下，种种空隙的存在，使得失信有可能不必付出高成本。这就要求在信用领域建立制度化的约束机制，堵塞漏洞：

——“好借好还，再借不难”，古今一理。但在借贷双方越来越难于直接了解的条件下，就产生了对专门从事资信调查的人员、部门、行业的客观要求；信用信息成为有价值的商品，为参与借贷的当事人所需要。据说，在信用交易额最大的北美市场，企业资信调查和消费者个人信用调查方面的年销售额在27亿美元以上。

——微观经济行为主体的信誉是从事经营活动的必要条件之一，也同样是古

今一理。如果说在自然经济中的借贷关系中，失信立即意味着经营活动条件的丧失，而在发达的市场经济中，则有可能此处失信，转移他处。这就要求形成强化的约束制度。如在信用消费中，对一家金融结构出现失信行为，不仅失去继续从该金融机构取得信用的条件，也不再能够从有关其他金融机构取得信用；如在行业中有了失信行为，就要丧失在这一行业中就职的条件。

——有关约束信用经济行为的法制建设日臻完备，等等。

同时，环绕着借贷关系，还形成了种种机制，比如：

——对于不可抗拒的原因可能导致的失信，有种种分散风险的机制。如现代农户借款经营种植业，可同时进行保险；农作物歉收，保险理赔的款项，就可用于归还贷款。

——就像在火源周围挖掘防火带，现代经济对于失信的连锁反应也不断形成防范的机制，直至由政府以自己的财力进行干预。

可以说，现代信用体系——这包括金融中介和金融市场——的建设和发展，步步都伴随着应对失信、维护守信和防止信用破坏消极影响扩散机制的建设和发展。

我国当前的“信用缺失”问题

目前，我国市场上存在着大量的失信行为，严重地破坏了“信用”联系，受到社会的广泛关注。对于这样的情况，有用“信用缺失”概括的，有用“信用危机”概括的，有的则用信用关系遭到严重破坏之类文字直接描述。用意不外乎要表达问题的严重性，以期大力予以扭转。

失信行为，在改革开放之前也有存在。一是企业相互之间拖欠货款。那时称之为“强制商业信用”。二是企业不能按期支付银行贷款的本息。失信的规模虽然有时也相当可观，但总的说来，没有形成对经济发展的阻碍，更未形成多大的社会影响。改革开放以后，在经济体制转换的过程之中，问题不断积累并日益严重。

首先受到社会关注的，是企业相互之间的拖欠全面延展，形成扩及几乎所有企业的拖欠债务链——甲企业欠乙企业，乙企业欠丙企业，丙企业又欠甲企业，如此等等。而就每一个企业来说，既有“人欠（应收）”，也有“欠人（应付）”。以致企业主要考虑的不是压低乃至消除应收应付，而是把保持应收应付金额的大体平衡为最低目标。对于这种状况，我们习惯以“三角债”称之。上个世纪80年代末90年代初，政府曾在全国范围内组织了一次清理三角债的活动。一度有所好转，但边清边欠，未能根本解决。据有关部门估计，近年相互拖欠的应付未

付资金总量约达3 000亿元～4 000亿元。

随之，是银行的巨额不良债权受到了国内外的密切注视。企业相互拖欠的同时，必然对银行贷款也不能按期还本付息。最常见的理由："应收"收不回来，如何有钱还本付息！问题不单纯是不能按期还本付息，同时发展起来的还有故意把逃废银行债务作为掩盖经营失职、侵吞国家财产等意图的手段。据中国人民银行统计的数据显示，截至2000年末，在四家国有独资商业银行开户的62 656家改制企业中，经金融债权机构认定的逃债企业就有32 140家，占51.29%，逃废银行贷款本息1 851亿元，占贷款本息的31.96%。

而且，使社会担心的是，不遵守承诺的坏风气也扩展到借贷关系之外。据有关部门的统计，我国每年企业间签订的合同有40亿份左右。合同的履约率较低，能够得到一定程度执行的合同平均还不到70%，有的地方甚至不到20%。

以上这些情况，无疑是制约经济发展的消极因素。不过对其严重性也需估计恰当。失信行为的普遍存在，可以严重到使信用联系萎缩。这些年来，遭到破坏的信用联系，的确使微观经济行为主体之间的交易往来难以正常进行：企业与企业之间的信用联系，不敢轻易建立，不敢采用便捷、灵活的方式，从而交易成本增大，不利于交易的顺畅扩展；银行与企业之间信用联系则表现为银行贷款条件的掌握趋严，以致有银行"惜贷"的说法，不利于充分发挥金融中介的作用。但就全局来看，无论是企业与企业之间的信用联系，还是银行与企业之间的信用联系，都在逐年扩大。特别是银行信用规模，在资本市场筹资形式从无到有并不断扩大的条件下，还难以做出增长迟缓的判断。此外，民间信用一直保持有相当规模。至于信用联系的破坏对经济发展起到怎样的牵制作用，定性的判断，如消极影响不可忽视、相当严重、极其严重之类，自可有各自的说法；但要做定量的判断，则需经济计量的分析。

信用缺失的成因

姑且用信用缺失的说法来概括信用联系的消极面，之所以形成这种状况的原因，有诸多的剖析。

有从市场经济初建这一特定的历史阶段来寻求成因的。在市场经济发展的早期阶段，西方国家也曾出现过信用危机。其中，美国的特点是股票市场造假、内幕交易、操纵股价等现象的频繁发生。在一定程度上可以讲，信用危机是世界各国在发展市场经济过程中都曾经历的一个阶段。我国目前正处于市场经济发展的初建阶段，在信用领域出现这样的问题不足为怪。从计划经济转轨的角度说，我们的确是初建市场经济。但如果考虑到几千年商品货币交易的积淀，特别是19

世纪开始的现代市场经济的发展，虽然在20世纪后半叶有近50年的中断，也不能说对市场经济全然无知。所以，即使承认存在这样的成因，也不宜估计过重。

更多的是从计划经济找原因。

在计划经济中，信用只是国家进行资源配置的一种辅助性手段，由作为政府出纳机关的国家银行来掌握。企业之间的商业信用被严格禁止；国家信用即使有时用来平衡财政收支，也规模有限；至于消费信用，在当时短缺经济的条件下更无存在的根据；对外的封闭状态使得国际信用规模也很有限。更重要的是，在集中计划经济体制下，除集体农业之外，工厂、商店、旅店、餐饮均为国有国营。对于国有国营的经营者来说，中心任务是完成计划规定的生产、流通、服务等各项实际（实物）指标。市场经济中的企业，进行经营活动的前提是筹集必要的资金，以及保证可以不断再融资的信誉。而国有国营的企业，只要执行计划任务，就有权要求供应必需的资金——除财政拨款外，补足不足部分是国家银行的任务；纵然未能履行还本付息的要求，只要问题不是出于企业经营本身并继续有下达的计划任务，依然可以得到银行的资金供给。实际上，在过去的计划经济中，企业必须执行的不仅是完成计划下达的实际指标任务，并且还有安排就业、社会保障、医疗保健、城市建设等诸多任务。而履行信用的支付义务事实上只能排在这些任务之后。至于企业之间的应收应付，只要完成计划指标任务，也有制度保证：应收可以收的进；应付可以付的出。

计划经济体制中这样的客观存在，自然而然会形成轻视信用运作的观念和缺乏严格履行信用契约的自我约束的行为习惯。以这样的观念和行为习惯，面对向市场经济转轨过程中不断扩大的信用规模和逐步增多的信用形式，当履行信用契约遇到困难时，很容易选择“失信”的途径。

信用缺失的成因，并非单纯导源于信用领域本身。或许更应该说，问题基本上是经济体制转轨过程中基本矛盾的综合反映。转轨中的矛盾首先集中于企业。落后的技术装备，过时的产品结构，多变的经济联系，难以适应市场经济的经营理念，背负着市场经济中企业难以设想的种种社会责任，承担着经济转轨过程中的种种改革成本，再加上条条块块领导对企业的多头干预，企业经营极为困难。缺乏企业资金正常流转的基础条件，则很难保证正常的信用秩序。

故意的、恶性的逃废债行为是不能推诿于客观原因的。经济体制转轨对道德规范的冲击应是问题的所在。

建立市场经济的信用秩序

面对“信用缺失”，屡见“重建诚信”的呼声。

重建诚信是覆盖整个社会政治经济生活的全面课题。建立市场经济的信用秩序只是其一部分的构成内容。如果把诚信视为道德规范，重建诚信对于建立市场经济的信用秩序也是基本性的建设，至关重要。

中国作为文明礼仪之邦，诚实守信一直是中华传统文化的主流。在中国古代的历史文献中，"信"的思想源远流长。《论语》记载："子以四教：文、行、忠、信。"对于"信"，孔子反复加以强调。他说，"人而无信，不知其可也。"意思是，要是不讲信誉，那就不知道他怎样处世为人。至于自先秦诸子以来，历代思想家关于"信"的论述，更是不胜枚举。古代贤哲强调诚信作为行为规范，把道德约束视为保持社会正常运行的基本力量，是不可变易的至理名言。

建设社会主义市场经济体制的改革，关系经济生活的方方面面，也是建立市场经济信用秩序的经济根基。市场经济秩序的培育和完善，微观经营主体经营环境的改善、经营水平的提高和盈利能力的增强，集中计划经济体制观念之逐步为适应市场经济体制的观念所代替，如此等等，都是建立市场经济信用秩序所必要的基本条件。

现代市场经济信用体系本身的建设是一项复杂的系统工程，其完善需要一个过程。应该说，在信用缺失、信用危机概念之下所列出的种种消极现象引起人们相当忧虑之前，现代市场经济信用体系和市场经济条件下信用运行的约束机制已在起步。与其他所有经济领域的改革一样，其前进是艰难的、曲折的。本教材以下的章节，有相当内容，将从不同角度对这一过程展开讨论。

[复习思考题]

1. 你过去对于信用这个经济范畴是怎样理解的？应该怎样界定信用较好？

2. 经济学意义上的"信用"，与日常生活和道德规范里的"信用"，有没有关系，是怎样的关系？

3. 为什么说在现代经济生活中，信用联系几乎无所不在，以至可以称之为"信用经济"？能否谈谈你本人的体验？

4. 记住资金流量核算的基本模型。对于它的重要性你有什么认识？

5. 比较商业信用与银行信用的特点，二者之间有怎样的联系？我国目前为什么大力推广票据的作用？

6. 在我国，利用外资包括哪些形式？大量地、长久地利用外国资本是否必然会陷入债务奴隶的境地？

7. 为什么把股份公司与信用联系在一起？马克思对于股份公司形式在社会经济发展中的作用为什么给予极高的评价？

8. 1997 年以来我国开始大力发展消费信用，其意义何在？了解一下我国商业银行目前推出的有关消费信用的贷款有哪些类型？大学生助学贷款算不算一种消费信用？

第三章 金融

第一节 金融及其涵盖的领域

“金融”这个由中文组成的词所涵盖的范围

“金融”是由中国字的“金”与“融”组成的词汇。

什么是金融？如果要求的是约略指出它所涵盖的范围，在中国的日常生活中，多年来，在党政部门、在经济部门、在不是钻研金融概念的经济学界和教学界，大体包括：与物价有紧密联系的货币流通，银行与非银行金融机构体系，短期资金拆借市场，资本市场，保险系统，以及国际金融等领域。如用经济学的术语来概括，通常所理解的金融，就是指由这诸多部分所构成的大系统；这个大系统既包括宏观运行机制，也包括微观运行机制。

近年来也有一种理解，即认为“金融”仅指资本市场，仅指资本市场的微观运行机制。相对于上述的日常习惯观念，这样的观念要狭窄得多。同时存在范围稍大的观念，如从资本市场扩及金融机构及其他金融市场。所指范

围虽然稍大，但也极其明确：金融仅指这个范围内的微观运行机制。

比较上述两者，可以粗略地以“宽”口径、“窄”口径加以区分。

“金融”这个中文词并非古已有之

“金融”虽是由中国字组成的词，但在中国并非古已有之。古代文字中有“金”，有“融”，但未见“金融”连在一起的词。《康熙字典》以及在它之前的工具书均无“金”与“融”连用的词。

“金”与“融”连起来组成的“金融”始于何时，无确切考证。最早列入“金融”条目的工具书是：1908年开始编纂、1915年初版的《辞源》和1905年即已酝酿编纂、1937年开始刊行的《辞海》。[1] 百年前编纂的《辞源》、《辞海》，列入“金融”条目，说明这个词的使用，在20世纪初以前，至少已有数十年的经历，并已相当定型。

经过一百多年，用来用去，已像是土生土长的概念。但其内涵和外延长期是不怎么清楚的。比如，上个世纪50年代初，常讲“金融物价”。“物价”指什么，大家清楚；“金融”指什么，则不太清楚。但金融物价连起来，是讲宏观经济稳定的问题，则是没有疑问的。进入计划经济阶段，“金融”这个词日常已不怎么使用。只有在改革开放之后，它才越来越成为经济生活中使用频率极高的词汇之一。

如果判断“金融”一词在我国的逐步定型是19世纪后半叶，那时正是现代西方文化东渐之际，自然会提出这样的问题：它是从哪一个西文的词翻译而来的。到现在为止，还无这样的考证，也许今后也无考证的必要。现在，在工具书中都是把金融与finance对应[2]；在日常交往中，人们也是简单互译。但作为经济范畴加以研讨时，中文的“金融”与西文的finance能否全然等同视之呢？

西方人对finance的用法

如果简单概括，西方人对finance的用法也不只限于一种。西方的辞书和百科全书对finance的诠释，大体可归纳为三种口径：

---

① 《辞源》（1937年普及本第11版）金融条的释文是：“今谓金钱之融通状态曰金融，旧称银根。各种银行、票号、钱庄，曰金融机构。《通鉴长篇》：‘公家之费，敷于民间者，谓之圆融。’义于金融为近。”《辞海》1936年版金融条的释文是“（monetary circulation）谓资金融通之形态也，旧称银根。金融市场利率之升降，与普通市场物价之涨落，同一原理，俱视供求之关系而定。即供给少需要多，则利率上腾，此种形态谓之金融紧迫，亦曰银根短绌；供给多需要少，则利率下降，此种形态谓之金融缓慢，亦曰银根松动。”

② 英语中的finance源于古法语的finer，其他主要西方语种的相应词也均来自同一词源。

（1）最宽泛的是诠释为货币的事务、货币的管理、与金钱有关的财源等。具体包括三个方面：政府的货币资财及其管理，归之为 public finance；工商企业的货币资财及其管理，归之为 corporate finance；个人的货币资财及其管理，归之为 personal budget。在中国，政府的货币收支构成“财政”范畴，多年来，public finance 就译为“财政”。财政和金融存在着密切的联系，如国家信用就是两个范畴的重叠域。虽然存在着重叠和交叉，但在中国，不能把财政范畴纳入金融范畴，也不能把金融范畴纳入财政范畴。工商企业的货币收支构成“公司财务”范畴，或称“公司理财”，这也是一个已经长期定型的概念。虽然理财必然有金融活动介入，但涉及金融的活动只构成公司理财的一部分，而非全部。因而在中国，也不能把公司财务范畴纳入金融范畴，更不能把金融范畴纳入财务范畴。个人的货币收支，过去有称之为“家计”的，当今，“个人理财”的说法迅速推广。这部分货币收支同金融的联系也极密切，如收支的货币主要就是金融领域创造的工具——银行券；同时还有向金融机构储蓄和取得消费信用等经济行为。但两者也不能等同，如个人对商品、劳务的购买和支付就不是金融活动。简言之，这种诠释涵盖的范围大于“金融”在中国涵盖的范围。

（2）最狭窄的诠释是把这个词仅用来概括与资本市场有关的运作机制以及股市和其他金融资产行情的形成。在经济学界，这样的用法通行。近年来，在我国开始流行的对“金融”的狭义解释，即来源于国外对 finance 的这种用法。

（3）介于两者之间的口径是把这个词所包括的内容诠释为：货币的流通、信用的授予、投资的运作、银行的服务等。联合国统计署关于 Financial and Related Service 的统计口径，粗略地说，包括中央银行服务和商业银行存贷业务与中间业务的服务；投资银行服务；非强制性的保险和养老基金服务及再保险服务；房地产融资、租借、租赁服务，以及对从事以上各项服务的金融机构的服务。事实上，在介于两者之间的口径中，如何界定 finance 也并非完全划一。

概而言之，西方对 finance 也并非一种用法。有的用法的形成较为古老，如第一种用法；有的较新，如第二种用法。不同的圈子、不同的场合，有不同的用法。多种用法并存不以为怪。有时，同一个人在同一场合，也往往是不同的口径并用。

比较“金融”与“finance”

把中文的“金融”与西文的 finance 相比较，可绘图如图 3—1：

从图可以直观地看出，要强求确定“金融”与“finance”的一一对应关系，事实上是做不到的。

即使我们假设，在 19 世纪，“金融”是由 finance 翻译而来的，但一方面是

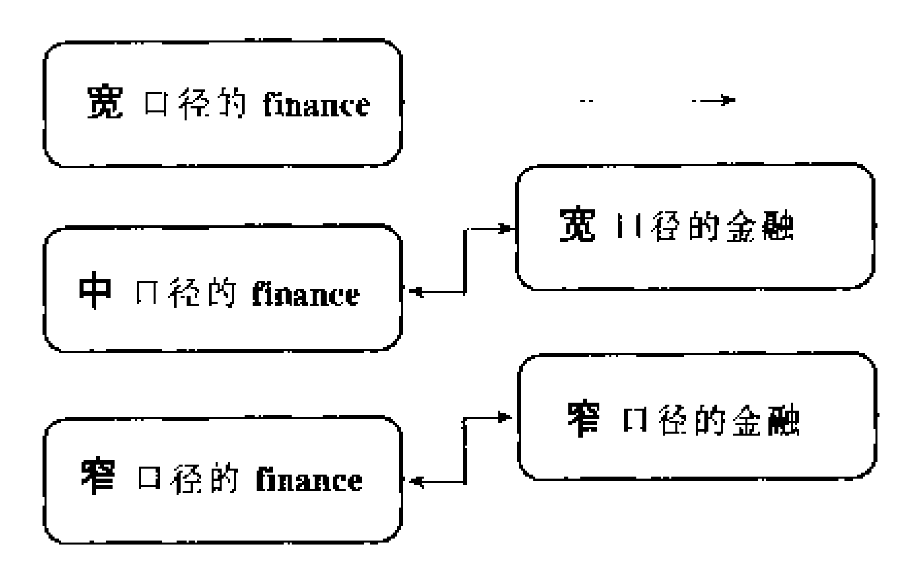


图 3—1 "金融"与"finance"词义涵盖范围比较

外来的新概念、新范畴，另一方面是本国原有文字的新组合，那就极难实现内涵与外延的全然对应。特别是在经济发展变化的过程中，中文的金融与西文的 finance 所包涵的内容都在不断演进。在我国，最初讲金融是指通过中介以借贷形式所进行的资金融通，如《辞源》、《辞海》的释义，显然小于今天习惯上用金融所指的范围，而西方，把 finance 限定用以指资本市场也是上世纪后半叶逐步演进的事情。

所以，中文"金融"与西文 finance 是不能强行使之简单恒等的：我们不可能为了"对应"而要求西方人按中国人使用"金融"的口径使用 finance；同样，我们在今天也同样没有必要叫中国人完全按照某一个圈子的西方人对 finance 的使用习惯来使用"金融"概念。我们今天应该做的是弄清两者的对应关系：可以对应的部分和由于种种原因而不能对应的部分。这对于学术和商务等方面的交流是必要的。

但无论如何，在以英文注中文的金融，还得用 finance；用中文注英文的 finance 也还得用金融。已有多年约定俗成的译法不宜草率"创新"。如要把 public finance 译成"公共金融"恐怕就是刻舟求剑了。

如何对待中文"金融"的不同用法以及本教材的约定

只就中文词"金融"本身来说，如上指出，事实上是宽口径和窄口径两种主要用法并存。用法不同，怎么办？既然不同用法的并存是客观事实，那就难以存此废彼、定于一尊；那就必须相互理解、相互尊重。其实，中国人对金融涵盖范围的宽窄两种口径并不是完全的排斥关系。用图可以表示如图 3—2。

承认已经存在不同用法的事实，并不会使实质性的探讨受到梗阻。只是需要在讨论问题时事前交待一下自己所使用的口径，和冷静分析对方所使用的口径。

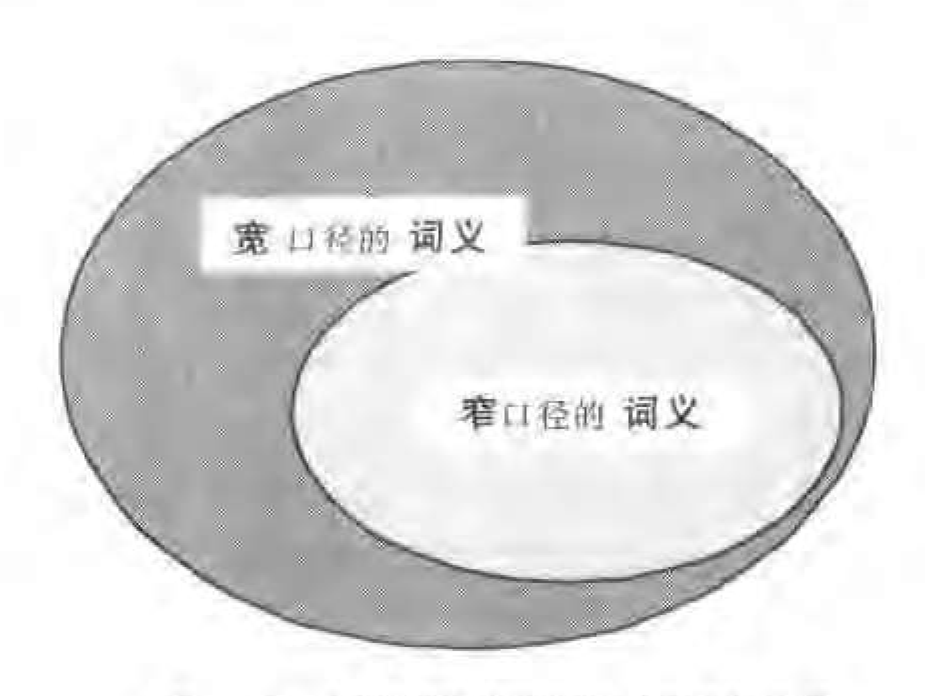


图 3—2 “金融”涵盖范围两种口径的关系

本教材对“金融”的界定是立足于我国多年来习惯形成的观念。这不仅是出于尊重存在多年的现状，而且也是出于：这样观念的形成的确反映了客观事物本身的发展规律。

第二节 金融范畴的形成

金融范畴的形成需从货币和信用的发展溯源。

古代相互独立发展的货币范畴与信用范畴

在现代资本主义市场经济之前，货币范畴的发展同信用范畴的发展保持着相互独立的状态。

流通中的货币形态，第一章已经作了描述，其大轮廓是：最初的实物形态；尔后的金属铸币形态；再后的信用货币形态。穿插于其间的则有称量的金属货币形态、国家强制行使的纸币形态等等。货币在以实物形态和铸币（包括称量的金属货币）形态存在时，都不是信用的创造。作为货币的实物，如牛、如盐、如布帛，是劳动产品，不是信用产品。金属铸币的存在也不依存于信用。以中国为例，作为主要流通手段的铜铸币以及后来的银铸币，其形制、成色和重量都是由当政者直接规定的；铸币材料的开采、冶炼、调运，大部分年代也是由朝廷集中组织管理。至于铸造钱币的权力则由国家垄断，大多是在京城和指定的地方设官府机构铸造。有时，一些皇室和宠幸享有采矿权和铸造权，这是出于帝王的个别

赏赐。无论如何，铸币之进入流通，均与信用关系无关。

信用的产生，在第二章分析，是与财富非所有权转移的调剂需要相联系的。在前资本主义社会，信用一直是以实物借贷和货币借贷两种形式并存。随着商品货币关系的发展，作为财富凝结的货币在借贷中日益占重要地位。但也没有改变货币制度在其基本方面相对于信用的独立性。也以我国为例。早在先秦时期已有大量货币借贷现象，如第二章已经举出的孟尝君“出息钱于薛”；汉初则有放债牟利的子钱家等。至唐代，随着商业的兴盛，以动产为抵押的“质库”，以不动产为抵押的“贴赁”、“典质”、官府放债的“公廨本钱”，保管钱财的“柜房”等多种形式的信用经营活动颇有发展。它们都以货币为营运和借贷对象。但在货币借贷迅速发展的同时，实物形态的借贷仍然大量存在。在我国广大农村，前面提到过，春借一斗秋还三斗的借贷形式一直到中华人民共和国建立之前始终存在。信用的发展，对于货币的流通确实起过强大的作用。如货币借贷，使不流动的贮藏货币变成流动的、加快了货币流通的速度；唐代的“飞钱”、“便换”是基于信用关系的汇兑业务、便利了货币在更广大地区的流动。北宋出现的“交子”是信用凭证，发挥了代替笨重铸币流通和补充铸币不足的作用，并引出了后来的国家强制行使的纸币，等等。这一切都说明货币、信用这两者的联系日益增强；有的现象，如交子，更说明两者已经在这样的形式中结合为一体。但总的看来，货币与信用仍然保持着相互独立的状态。

在西欧前资本主义社会中，货币同信用的关系大体类似。

现代银行的产生与金融范畴的形成

随着资本主义经济的发展，在西欧产生了现代银行。银行家签发允诺随时兑付金银铸币的银行券。银行券流通的规模迅速扩大，越来越多地代替铸币执行流通手段和支付手段职能。今天在世界各国流通的现钞都属于银行券范畴。同时，在银行存款业务的基础上，形成了既不用铸币也不用银行券的转账结算体系和在这个体系中流通的存款货币——用以结清大额交易的主要货币形态。

18—19 世纪，在主要资本主义工业化国家中典型的现象是：一方面存在着金属铸币制度（金本位制、银本位制、金银复本位制）。就金属铸币来说，其形制、成色、重量以及铸造程序仍独立于信用活动之外，由国家直接制定并加以管理。个人手中的金银可申请铸成货币，而造币厂则是国家设置的机构。另一方面，铸币流通范围急剧缩小，到 19 世纪末 20 世纪初，流通中的贵金属铸币已经很少，大量金银集中于中央银行，成为货币流通稳定的保证；用于转账结算的存款需要提取现金时，以银行券支付；银行券的信誉则由随时可兑取金币、银币来

保证。在经济繁荣时期，一国在中央银行集中的贵金属准备，可支持规模比它大几十倍甚至几百倍的银行券和存款货币的流通；一旦危机来临，公众普遍追求现钞，进而追求铸币，则会同时造成货币制度和信用制度的剧烈震荡。发展到这样的地步，货币制度与信用制度的联系，非常明显，已经不可分割。只是由于金属铸币的流通依然存在，货币制度相对于信用的独立性尚未完全泯灭。

第一次世界大战后，在发达的资本主义国家中，贵金属铸币全部退出流通。到 20 世纪 30 年代，则先后实施了彻底不兑现的银行券流通制度。这时，货币的流通与信用的活动，则变成了同一的过程。任何货币的运动都是在信用的基础上组织起来的：基于银行信用的银行券是日常小额支付的手段；转账结算中的存款货币则是大额支付的主要形式。完全独立于信用活动之外的货币制度已荡然无存。任何信用活动也同时都是货币的运动：信用扩张意味着货币供给的增加，信用紧缩意味着货币供给的减少，信用资金的调剂则时时影响着货币流通速度和货币供给在部门之间、地区之间和微观经济行为主体之间的分布。如果说在此以前，货币的价值、货币的购买力还多多少少是由铸币的贵金属含量所支配，那么当铸币退出流通后，纵然规定货币单位的含金量，货币的价值、货币的购买力也不再由含金量所支配，而是取决于由信用扩张、紧缩所制约的货币供需对比。

当货币的运动和信用的活动虽有多方面联系却终归保持着各自独立发展的过程时，这是两个范畴；而当两者密不可分地结合到一起，那么，与货币范畴和信用范畴存在的同时，又增加了一个由这两个范畴长期相互渗透所形成的新范畴。我们习惯使用的“金融”词义正好符合这一范畴的外延。至于在历史上货币和信用相互渗透的种种形态则应视之为金融范畴的萌芽、滥觞、早期形态。

这个范畴在中国的最终形成较晚。由于长期的封建统治，中国自身的资本主义因素未能发展起来。随着西方资本主义的入侵，到 19 世纪末才有新式的银行出现。第一次世界大战后发展较快，现代银行初具规模。到 1935 年，以法币改革为标志，完全排除了银元的正式流通，完成了金融范畴形成的最后一步。

第三节 金融范畴的界定

金融范畴的扩展

根据上一节关于金融范畴形成的分析，这个范畴可以理解为：凡既涉及货币，又涉及信用的所有经济关系和交易行为的集合。然而伴随着货币与信用相互渗透并逐步形成一个新的金融范畴的过程，金融范畴也同时向投资和保险等领域

覆盖。

投资（investment），其古典形式，是个人出资或合伙集资经营农工商业，将本求利。而伴随着金融范畴的形成过程，投资也同时发生了质的飞跃——形成了以股票交易为特征的资本市场。下面的第四节将专门分析。

保险（insurance），无论是财产保险（property insurance）还是人身保险（life and health insurance），其存在的根据，是危险、是风险、是生命周期，均独立于货币、信用之外。但早期的保险业务，就往往是与贷款业务同处在一个金融机构之中——保险的集中货币资金与货币资金的贷放直接结合。很快，保险集中的货币资金虽然主要不再用以直接贷放，但却主要投放于金融市场。在金融市场上，保险资金所占的份额有举足轻重的地位；保单之类的保险合约也成为金融市场上交易的重要金融工具之一。至于其中的人寿保险，其主要部分，从其产生伊始，就是保险与个人储蓄的结合；直到今天，依然如此。而在后来发展的相互人寿保险（mutual life insurance）的形式中，保险又与投资结合起来。所以，从不同角度，保险均成为金融领域的重要组成因素。

此外，信托（trust）与租赁（leasing）等等，或几乎完全与金融活动结合，或大部与金融活动结合，成为金融所覆盖的领域。

金融体系

在现代经济生活中，金融体系是一个极其庞大的复杂系统。本教材也可以说就是较为全面地讲述和剖析这个复杂大系统。前面两章已讲了一些，但绝大部分将在后面逐步展开。此处只是列出条目，勾画一个极为简略的轮廓。

现代金融体系有五个构成要素：

（1）由货币制度所规范的货币流通：这在第一章已经讲述。

（2）金融机构：通常区分为银行和非银行金融机构，这是个种类繁多的群体。最为概括但不一定非常精确地描述其特征，或可归结为经营货币或货币资本的企业，也可归结为充当信用中介、媒介以及从事种种金融服务的组织。

（3）金融市场：这也是个庞大的系统。人们可以从不同角度对金融市场进行分类，但通常谈论较多的大都是资本市场、货币市场、外汇市场、保险市场、衍生性金融工具市场，等等。这些市场的最重要参与者是金融机构，价格信号则由利率、汇率及指数构成，是金融工具发行和交易的场所。

（4）金融工具：一般释义为信用关系的书面证明、债权债务的契约文书等，是金融机构中和金融市场上交易的对象。在我国，讲金融工具，通常指从传统的商业票据、银行票据、保单，直到期货、期权和种种金融衍生工具的标准合约。

但类如存款、贷款等也属金融工具，它们也是信用关系的契约，在市场经济国家也往往用"买卖"的概念来表述存款和吸收存款、借款和发放贷款的行为。

金融工具常常被称作金融产品、金融商品，可以在金融市场上进行交易，是金融活动的载体。

（5）制度和调控机制：市场经济体系中，在遵守市场规律的基础上，都存在国家对金融运行的管理和在金融领域进行政策性的调节。国家对金融运行的管理由一系列制度构成，这包括货币制度、汇率制度、信用制度、利率制度、金融机构制度、金融市场的种种制度，以及支付清算制度、金融监管制度及其他。这个制度系统，涉及金融活动的各个方面和各个环节，体现为有关的国家成文法和非成文法，政府法规、规章、条例，以及行业公约，约定俗成的惯例，等等。对金融的宏观调控则通过货币政策以及种种金融政策实施，目的是用以实现政府对经济的干预。

对金融范畴的界定

综观金融范畴的形成与发展，大体包括两方面：（1）货币与信用——主要是银行信用——紧密结合为在现实经济生活中难以分开的统一过程；（2）这个统一的过程，从其形成之始就立即向一切它所可能覆盖的经济领域渗透。20 世纪 70 年代以来，世界经济全球化、资本流动国际化、金融商品国际化，以及金融交易越发独立化的趋势极为强劲，不断创新的金融实践活动使得经济学家不得不从更为宽泛的视角来考察这一范畴。

就以上分析，金融或可界定为：凡是既涉及货币，又涉及信用，以及以货币与信用结合为一体的形式生成、运作的所有交易行为的集合；换一个角度，也可以理解为：凡是涉及货币供给，银行与非银行信用，以证券交易为操作特征的投资，商业保险，以及以类似形式进行运作的所有交易行为的集合。

"金融是现代经济的核心"

1991 年，邓小平同志在视察上海时指出："金融很重要，是现代经济的核心。金融搞活了，一招棋活，全盘皆活。"

这一命题在于强调：必须充分估计金融在现代经济中举足轻重和提纲挈领的地位和作用。而命题的提出，则是针对刚刚走出金融被长期抑制的集中计划体制，从而一时不易对金融给予充分认识、评价并积极加以把握和运用的背景。

环绕这一命题，有多视角的论述。大体可归纳为：

——金融在市场配置资源中起核心作用；

——金融政策是国家调节宏观经济的重要杠杆；

——金融的状况，如稳定与否、效率高低，对一国经济的稳定和效率有关键意义，等等。

第四节 金融学科体系

一、金融学科名实的烦扰

有金融就有以金融为对象的金融学科。诸多的金融学科构成金融学科体系。

由于对“金融”、对 finance，不仅在中国，也在外国，事实上存在着不同的用法，因而涉及金融的学科，有同一的名称而内容不同的；也有同一的内容，却可以有不同的名称。

这些年，以《金融学》命名的书籍（基本是教材）颇多。但究其内容，则有极大的差别。有的以《金融学》为名的书实际是多年以来一直采用的《货币银行学》教材的内容。最近翻译的 S. 米什金的《货币金融学》，其原名是 *The Economics of Money, Banking and Financial Market*[①]，实属正宗的货币银行学的新版本。有的以《金融学》命名的书，其内容基本是讲微观金融运行，特别是有关金融市场的学问。最近翻译的 Z. 博迪和 C. 莫顿的《金融学》，其原名是 *Finance*[②]，可作为代表。有一本 *Financial Economics*，译本直译为《金融经济学》[③]，讲的内容是金融市场和金融机构；如就内容起名，可以叫《金融市场与金融中介》。这样的情况甚多，往往使人困惑。

其实，在其他学科中也存在类似的问题。比如，在《信息经济学》的名称下，有的内容是从信息论的视角讨论经济学问题，——后面可以看到许多金融理论就是建立在信息不对称分析的基础之上；有的则是以信息产业的发展为研究对象，与前者截然是两回事。

二、金融学科的基本内容

从对 finance 的最宽的理解出发，在西方讲金融学科，是把财政学和公司理财学包括在金融学科体系之内的。上个世纪50年代初，苏联的学者到中国讲学，讲到 Финансы（俄语，与 finance 等价），就是这样的口径。当时称之为“大财

---

① 中国人民大学出版社，1998。
② 中国人民大学出版社，2000。
③ 西南财经大学出版社，2000。

政"。中国人不怎么能接受这样的观念；不认为金融学科体系应该把财政学和公司理财学包含在内。

不包含财政学和公司理财学，而又不限于资本市场学的金融学科体系，就其理论部分的内容，包括以下三部分：

(1) 对有关金融诸范畴的理论论证：即关于货币、信用、利息与利率、汇率，乃至金融本身这些范畴的剖析和论证。

(2) 对金融的微观分析，这大体包括：

1) 对金融市场的分析；

2) 对金融中介机构的分析；

3) 论证金融市场与金融中介机构相互渗透的必然趋势；

4) 金融功能分析，即通过揭示稳定的金融功能来探讨金融在经济生活中的地位，等等。

(3) 对金融的宏观分析，这大体包括：

货币需求与货币供给，货币均衡与市场均衡，利率形成与汇率形成，通货膨胀与通货紧缩，金融危机，国际资本流动与国际金融震荡，名义经济与实际经济，虚拟经济与实体经济，货币政策及其与财政政策等宏观调控政策的配合，国际金融的制度安排与国际宏观政策的协调，等等。

可约略图示如图3—3。



图3—3 金融学科体系

"金融经济学"和"货币经济学"

上面说过，在国外的经济学界，近些年来，相当普遍地以最窄的口径使用finance这个词（再提醒一句，甚至同一个人，在以最窄的口径使用finance时，也不排除对finance作宽口径的使用）。所以，以*Finance*或*Financial Economics*——译为中文是《金融学》或《金融经济学》——命名的学科，其学科对象就是金融市场；也有稍许扩大的，如扩大到金融市场加金融中介机构。就其研讨对象来说，*Finance*或*Financial Economics*——译为中文是《金融学》或《金融经济学》，从上图可见，即只包括金融的微观分析层面。

至于金融的宏观分析层面，在当前西方的经济学界，并不包括在*Finance*或*Financial Economics*之中，而是另有一个学科名称——*Money Economics*，译为《货币经济学》。《货币经济学》是《宏观经济学》的一部分，不过是独立性相当强的一部分；或者说，《货币经济学》并不因《宏观经济学》的存在而失去作为独立学科存在的理由。这是因为：

一方面，宏观经济学是对整个经济的宏观分析，其中有关金融的部分，是从经济整体的角度考察金融的侧面，而考察金融侧面的目的是为了全面地把握经济整体。所以，当一位学者把宏观经济学作为主业之际，在通常的情况下，对金融问题的钻研是有其限度的。同时，作为一门教程的宏观经济学，对金融侧面的分析也只能限定在总体框架之内展开，而不能不受限制地扩展和深入。

另一方面，对金融的宏观分析，在其作为金融学科总体一部分的情况下，是与对金融的微观分析有着直接的紧密联系。业有专攻——专攻金融领域的宏观分析；支撑有力——直接依靠金融微观分析的基础。这就自然而然地使金融宏观分析的学问，就其内容，特别是就其深度，有其在宏观经济学的旁边独立存在的理由。

Money不是Finance，Money Economics不是Financial Economics，这在西方文字中是再清楚不过的了。在中国用中文说，则成为："金融"的微观分析层面是《金融学》，或《金融经济学》；至于"金融"的宏观分析层而并不是《金融经济学》，而是《货币经济学》。同一的金融领域，对于不可分割的微观与宏观两个层面，从名称却好像区分为截然不同的学科。

是否存在把金融的宏观分析层面和金融的微观分析层面结合在一门学科之内的学科？在上个世纪30年代经济学开始区分为宏观和微观两个部分许久之前，即已形成独立学科的《货币银行学》，就是这样的学科。

货币银行学

我们见到的最早的中文《货币银行学》教程是20世纪30年代的。其中一本

是1930年黎明书局初版的《货币银行学》，著者是朱彬元。在这本书的自序一里，有1923年在清华大学开“货币银行学讲席”的记载。再一本是1937年商务印书馆出版的《货币银行原理》，这是美国一本教材 *Principles of Money and Banking* 第三版的译本；第一版是1927年出版的。这说明在西方，在上个世纪20年代之前，“货币银行学”早已形成定型的课程。就内容来说，两本教材都包含有金融的宏观方面和金融的微观方面的内容，虽然与今天的相应教材比，要简略得多。

上个世纪50年代初有李达教授的一本《货币学概论》。它以苏联有关的教程为蓝本，实际是半部货币银行学。从苏联引进的布列格里教授的《资本主义国家的货币流通与信用》，以及我们以之为蓝本改编的教材，就框架来说，同西方国家那时的货币银行学没有原则的区别。

改革开放之初，从国外翻译过来的最早的一本是美国的教材——由L.V.钱得勒和S.M.哥尔特菲尔特合著的 *The Economics of Money and Banking*。书名已从过去的 *Money and Banking* 发展为 *The Economics of Money and Banking*。但在那时，中译名还是维持《货币银行学》的叫法。[①] 这是20世纪70年代前后具有权威性的一本教材。教材中，体现着经济学的发展，宏观分析思路和微观分析思路清晰明了，代表当时货币银行学的发展水平。

今天流行的一本是由F.S.米什金所著的教材。其书名又发展为 *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*。[②] 加上“金融市场”，既反映了金融市场近几十年的飞速发展，也反映了有关金融市场理论研究所取得的巨大成就。虽然加上了金融市场，内容依然是宏观分析与微观分析并存，并以宏观分析统帅。译本的书名先是《货币、银行和金融市场学》，后为《货币金融学》。[③]

从《货币银行学》到《货币银行经济学》，到《货币、银行和金融市场经济学》，应该说，“古老”的货币银行学是在不断地调整、增补，有明显的提高。其前进的历程和传承的脉络清晰可寻。

本教材的取名和英文译名

本教材直接是由1992年出版的《货币银行学》和1999年后该教材的第二版发展而来的。但有极大的变动。

---

① 中国财政经济出版社，1980—1981年出版。

② 另有几本翻译教材，原书名也是由 *Money*，*Banking* 和 *Financial Market* 构成。

③ 中国财政经济出版社，1990；中国人民大学出版社，1998。

变动虽然极大，但基本内容的构成——金融范畴、金融宏观分析和金融微观分析——没有变化。因而可以名之为《货币银行学（第三版）》。但出于如下的考虑，决定采用《金融学》的名称：

（1）传统的货币银行学，在国外，已由 *Money and Banking* 经历了 *The Economics of Money and Banking* 和 *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* 的变化。如依然采用《货币银行学》名称，嫌过于古老。

（2）在本章第一节明确："本教材对'金融'的界定是立足于我国多年来习惯形成的观念。"基于这点，改用《金融学》名称，更简捷易懂。在此之前，已有采用《金融学》、《金融经济学》名称的教程出版。[1]

《金融学》，如简单翻译，则是 *Finance* 或 *Financial Economics*，很容易误解为有关金融微观分析的教程。为了表达本教材包括金融学科体系内容的基本要点，特别是兼及金融的宏观分析层面和金融的微观分析层面，确定英译名为 *The Economics of Money and Finance*。

［复习思考题］

1. 你是如何理解"金融是现代经济的核心"这个论断的？

2. 如果你是国内某高校金融学专业的学生，你是否能够在美国高校找到"对口"的专业？

3. 中文的"金融"与英文的 finance 有何异同？为什么对一些学术概念往往有不同的理解和不同的使用方法？应如何面对这样的现实？

4. 金融范畴的形成经历了怎样的发展过程？现代金融涵盖了哪些领域？

5. 金融的宏观方面与金融的微观方面有何不同，它们之间有什么内在的联系？

6. 自己做一个金融体系图表和一个金融学科体系图表。

---

① 曾康霖主著：《金融经济学》，成都，西南财经大学出版社，2002；王松奇编著：《金融学》，北京，中国金融出版社，2000。

第四章

利息和利率

第一节 利 息

人类对利息的认识

在现代社会，贷出款项收取利息（interest）已经成为很自然的事情。货币因贷放而会增值，或者说，货币贷出会有回报。这已深植于人们的经济观念之中。但是，历史上对于利息确曾有过否定的看法。关于这点，第二章第二节已经作过介绍。随着社会由自然经济向商品货币经济的全面发展过渡，人们日益正视利息的存在。17世纪英国古典政治经济学创始人威廉·配第指出，利息是同地租一样公道、合理，符合自然要求的东西。他说："假如一个人在不论自己如何需要，在到期之前却不得要求偿还的条件下，出借自己的货币，则他对自己所受到的不方便可以索取补偿，这是不成问题的。这种补偿，我们通常叫做利息。"[1] 杜尔

[1] 威廉·配第：《赋税论》，中文1版，45页，北京，商务印书馆，1963。

陶也认为，索取利息是正确的。他的论证是："对贷款人来说，只要货币是他自己的，他就有权要求利息；而这种权利是与财产所有权分不开的。"[①]

现代西方经济学对于利息的看法就是沿袭着这样的思路。比如，基本的观点就是把利息理解为投资人让渡资本使用权而索要的补偿。补偿由两部分组成：对机会成本的补偿和对风险的补偿。机会成本是指投资人由于将钱借给张三而失去借给李四的机会以致损失的最起码的收入；风险则是指在让渡资本使用权的情况下所产生的将来收益不能落实的可能性。

利息的实质

利息的存在，使人们对货币产生了一种神秘的感觉：似乎货币可以自行增值。这是涉及利息来源或者说利息实质的问题。

对于这个问题，马克思曾有深刻的剖析。马克思针对资本主义经济中的利息指出："贷出者和借入者双方都是把同一货币额作为资本支出的。但它只有在后者手中才执行资本的职能。同一货币额作为资本对两个人来说取得了双重的存在，这并不会使利润增加一倍。它所以能对双方都作为资本执行职能，只是由于利润的分割。其中归贷出者的部分叫做利息。"[②] 这样的分析论证了利息实质上是利润的一部分，是利润在贷放货币资本的资本家与从事产业经营的资本家之间的分割。

马克思关于利息实质的分析可以从英国古典经济学家的理论分析中找到线索。18世纪中期的马西第一次指出，利息是利润的一部分。他说："取息的合理性，不是取决于借入者是否赚到利润，而是取决于它（所借的东西）在适当使用时能够生产利润……富人不亲自使用自己的货币……而是把它贷给别人，让别人用这些货币去牟取利润，并且把由此获得的利润的一部分为原主保留下来。"[③] 明确劳动是财富源泉和利润是工人所创造的价值的亚当·斯密，对利息曾这样说明："以资本贷人取息，实无异由出借人以一定部分的年产物，让与借用人。但为报答这种让与，借用人须在借用期内，每年以较小部分的年生产物，让与出租人，称作利息；在借期满后，又以相等于原来由出借人让给他的那部分年产物，让与出借人，称作还本。"[④]

---

① 杜尔阁：《关于财富形成和分配的考察》，中文1版，66页，北京，商务印书馆，1961。
② 《马克思恩格斯全集》，第25卷，396，北京，人民出版社，1974。
③ 同上书，394、395页注（57）、（58）。
④ 亚当·斯密：《国民财富的性质和原因的研究》上卷，324页，北京，商务印书馆，1982。

对于这样的过程，以剩余价值论的观点来概括，那就是：在典型的资本主义社会中，利息体现了贷放货币资本的资本家与从事产业经营的资本家共同占有剩余价值以及瓜分剩余价值的关系。

利息之转化为收益的一般形态

从上面的分析可以看出，利息是资本所有者由于贷出资本而取得的报酬，它来自生产者使用该笔资本发挥营运职能而形成的利润的一部分。显然，没有借贷，便没有利息。

但在现实生活中，利息已经被人们看做是收益（yield）的一般形态：无论资本是贷出还是没有贷出，利息都被看做资本所有者理所当然的收入——可能取得的或将会取得的收入；与此相对应，无论是借入了资本还是运用的本是自己的资本，经营者也总是把自己所得的利润分为利息与企业主收入两部分，似乎只有扣除利息所余下的利润才是经营的所得。于是利息率（interest rate）就成为一个尺度：如果投资回报率不大于利息率则根本不需要投资。

利息之所以能够转化为收益的一般形态，马克思作过细致的分析。主要是由于以下几个原因：

第一个原因，也是最重要的原因，在于借贷关系中利息是资本所有权的果实这种观念被广而化之，取得了普遍存在的意义。在货币资本的借贷中，贷者之所以可以取得利息，在于他拥有对货币资本的所有权；而借者之所以能够支付利息，在于他将这部分资本运用于产业营运的过程之中，形成价值的增值。一旦人们忽略整个过程中创造价值这个实质内容，而仅仅注意货币资本的所有权可以带来利息这一联系，货币资本自身天然具有收益性的概念，便植根于人们的观念之中。

第二个原因在于，利息虽然就其实质来说是利润的一部分，但同利润率有一个极明显的区别：利润率是一个与企业经营状况密切联系因而事先捉摸不定的量；而利息率则是一个事先极其确定的量，无论企业家的生产经营情形如何，都不会改变这个量。因此，对于企业主来说，"一旦利息作为独特的范畴存在，企业主收入事实上就只是总利润超过利息的余额所采取的对立形式。"① 利息率的大小，在其他因素不变的条件下，直接制约企业主收入的多少。在这个意义上，用利息率衡量收益，并以利息表现收益的观念及做法，就不奇怪了。

第三个原因来自于利息的悠久历史。信用与利息，早在"资本主义生产方式

① 《马克思恩格斯全集》，第25卷，422页，北京，人民出版社，1974。

以及与之相适应的资本观念和利润观念存在以前很久"[①]就存在了，货币可以提供利息，早已成为传统的看法。因此，无论货币是否作为资本使用，人们毫不怀疑，它都可以带来收益。

收益的资本化

于是，任何有收益的事物，即使它并不是一笔贷放出去的货币，甚至也不是真正有一笔实实在在的资本存在，都可以通过收益与利率的对比而倒过来算出它相当于多大的资本金额。这习惯地称之为"资本化（capitalization，capitalization of interest）"。

在一般的贷放中，贷放的货币金额，通常称之为本金（principal），与利息收益和利息率的关系如下式

$$C = P \cdot r \tag{4·1}$$

式中，C 为收益；P 为本金；r 为利率。当我们知道 P 和 r 时，很容易计算出 C；同样，当我们知道 C 和 r 时，也不难求得 P，即

$$P = \frac{C}{r} \tag{4·2}$$

例如我们知道一笔贷款 1 年的利息收益是 50 元，而市场年平均利率为 5%时，那么就可以知道本金为1 000元（50÷0.05）。

正是按照这样的带有规律性的关系，有些本身并不存在一种内在规律可以决定其相当于多大资本的事物，也可以取得具有一定金额的资本的资格；甚至有些本来不是资本的东西也因之可以视为资本。

前者可以土地为例。土地本身不是劳动产品，无价值，从而本身也无决定其价格大小的内在根据。但土地可以有收益。比如一块土地每亩的年平均收益为 100 元，假定年利率为 5%，则这块土地就会以每亩2 000元（100÷0.05）的价格买卖成交。由于土地收益的大小取决于多种因素，同时由于利率也会变化，这就使同一块土地的价格会有极其巨大的变化。假如，当一块土地根本无法利用时，它的收益等于 0，其价格也只能是：

$$P = \frac{0}{r} = 0$$

当一条公路通过它的旁边时，它的收益可预期为 100 元，那么年利率为 5%时其价格就是 2 000元；如果它日益变成公路上的集镇的中心点时，收益可能预期为 1 万元，那么在利率不变的情况下，每亩就会值 20 万元。如果土地收益的预期

① 《马克思恩格斯全集》，第 25 卷，422 页，北京，人民出版社，1974。

不变而市场平均利率变了，比如变成10%，那么很容易理解，地价将下跌一半；反之，平均市场利率下降，地价则会相应地上升。这就是在市场竞争过程中土地价格形成的规律。它表明资本化使本身并无价值——当我们把价值界定为劳动的凝结时——的事物有了价格。

关于并非资本的事物可以看做为资本，可以工资的资本化为例。比如，一个人的年工资为2 400元，按照资本化的思路，这个人可视为取得2 400元收益的资本额。以年平均利率为5%计，这个金额就是4.8万元。在经济学中，“人力资本”被视为一个经济范畴；工资之类的货币收入被视为这个资本的所得；这个资本则是由为了增进一个人的生产能力而进行的投资所形成。

资本化发挥作用最突出的领域是有价证券的价格形成，这将在第七章讨论。

资本化是商品经济中的规律，只要利息成为收益的一般形态，这个规律就起作用。在我国，当实行集中计划体制时，这个规律显示不出来；当广泛利用市场调节的改革环境逐步发展时，这一规律也就显示出自己的作用。比如土地的买卖和长期租用，以及证券的买卖等活动出现以来，在它们的价格形成中都是这一规律开始起作用的场所。随着商品经济的进一步发展，资本化规律起作用的范围进一步扩大也将是一个不可避免的过程。

资本的价格

在西方国家通常把利息称之为货币资本的“价格”，相应地，“借贷”也可用“买卖”的说法来表达。这是一种习惯说法，并非理论论证的结果。如果说有理论论证，则是与一般商品价格形成进行类比，论证利息的大小受供求制约；或与商品的使用价值类比，论证贷出的资本具有赚取利润的使用价值，等等。在中国，历来没有这种习惯说法。借贷就是借贷而不说买卖；利息就是利息而不说成为价格。不过，我们应了解旁人习惯说法的内涵以便于交流。更何况，在我们的经济生活中，这样的表述方法也日渐多起来了。

第二节　利率及其种类

利率及其系统

利息率，通常简称为利率，是指借贷期满所形成的利息额与所贷出的本金额的比率。西方的经济著述中也称之为到期的回报率、报酬率（return）。

现实生活中的利息率都是以某种具体形式存在的。如 3 个月期的贷款利率，1 年期的储蓄存款利率，6 个月期的短期公债利率，隔夜拆借的债券回购利率，等等。随着金融活动的日益发展，金融活动方式的日益多样化，利息率的种类也日益繁多。例如，据《中国金融年鉴（2000）》所载，1999 年中国实行的利率就达百种以上，其中有中国人民银行基准利率 6 种，有金融机构法定存贷款利率 15 种，有全国统一同业拆借市场利率 7 种，有各种外汇存贷款利率 161 种。至于国债、金融债、公司债、可转股债等等，还有许许多多种利率。市场经济国家的利率种类更为繁多。

经济学家在著述中谈及的利率及利率理论，通常是把形形色色、种类繁多的利率综合而言的。有时用“市场平均利率”这类的概念，也是一个理论概念而不是指哪一种具体的统计意义上的数量概念。

基准利率与无风险利率

在讨论利率水平问题时，有一个“基准利率（benchmark interest rate)”的概念经常可以见到。顾名思义，基准利率应是指在多种利率并存的条件下起决定作用的利率，即这种利率发生变动，其他利率也会相应变动。因而，了解这种关键性利率水平的变化趋势，也就可以了解全部利率体系的变化趋势。

在市场经济中，基准利率是指通过市场机制形成的无风险利率（risk-free interest rate)。

由于利息可以界定为投资人让渡资本使用权而索要的补偿，那么，利率则是反映补偿的“度”。一般来说，利息包含对机会成本的补偿（compensation）和对风险的补偿，那么利率则包含机会成本补偿水平和风险溢价（risk premium 也译风险报酬、风险酬金）水平。之所以叫风险“溢价”，是由于风险的存在而必须超出机会成本补偿支付更多的金额。于是形成这样一个表达式：

$$利率 = 机会成本补偿水平 + 风险溢价水平 \qquad (4\cdot3)$$

利率中用于补偿机会成本的部分往往是由无风险利率表示。在这个基础上，由于风险的大小不同，风险溢价的程度也千差万别。相对于千差万别的风险溢价，无风险利率也就成为“基准利率”。

其实在现实生活中，并不存在绝对无风险的投资，准确地说，只有风险相对最小的投资。目前，可以选作风险相对最小，因而可以称其为无风险利率的，在市场经济国家，只有政府发行的债券利率，即国债利率。参看表 4—1。

表 4—1 以美国政府债券收益率表示的基准利率

（2001 年 9 月 30 日）

到期日	收益率（%）
3 个月	2.37
6 个月	2.34
2 年	2.83
5 年	3.79
10 年	4.58
30 年	5.41

资料来源：Bloomberg.com，2001-09-30.

必须注意，表中所列的基准利率均系通过市场竞买方式形成的。关于竞买与利率形成的问题在下节讲述。这里所要指出的是基准利率必须是市场化的利率：一方面，只有市场机制才能形成整个社会的无风险利率；另一方面，也只有市场机制中的市场化的无风险利率，其变化才可以使全社会其他利率按照同样的方向和幅度发生变化。

基准利率的概念在实际生活也有另一种用法。如中国人民银行对商业银行等金融机构的存、贷利率叫基准利率。西方国家，传统上曾是以中央银行的再贴现利率标志利率水平的高低。现在已有变化，各国不尽相同。美国主要是联邦储备系统确定"联邦基金利率"。该系统也同时发布贴现率，不过象征意义大于实际意义。欧洲中央银行则发布三个指导利率：有价证券回购利率、央行对商业银行的隔夜贷款利率和商业银行在央行的隔夜存款利率。货币当局发布的这些利率，对于诱导市场利率的形成有关键意义。

实际利率与名义利率

在借贷过程中，从债权人方面说，不仅要承担债务人到期无法归还本金的信用风险，而且要承担货币贬值的通货膨胀风险；而就债务人方面说，如果货币升值，则会遭遇通货紧缩的风险。实际利率（real interest rate）与名义利率（nominal interest rate）的划分，正是从这个角度引起的。

实际利率，是指物价水平不变，从而货币购买力不变条件下的利息率。例如，假定某年度物价水平没有变化，某甲从某乙处取得 1 年期的 1 万元贷款，年利息额 500 元，实际利率就是 5%。

但物价水平不变这种情况在当今世界的现实经济生活中是少见的。自上个世纪 30 年代以来，物价水平不断上涨的通货膨胀局面是一种普遍的趋势。如果某

一年的物价水平上涨3%，即通货膨胀率为3%，某乙年末收回的10 000元本金实际上仅相当于年初的9 709元，本金损失率近3%。为了避免通货膨胀给本金带来的损失，假设仍然要取得5%的利息，那么粗略地计算，乙必须把贷款利率提高到8%。这样，才能保证收回的本金和利息之和与物价不变以前的相当。这个8%的利率就是名义利率。当然，其间也存在有物价下跌的通货紧缩局面，但均较为短暂。或许是由于如此，对于物价水平的下降，人们通常不用通货紧缩率来说明，而采用"负"通货膨胀率的术语。如物价水平下降3%，则说是出现了-3%的通货膨胀率。

因此，所谓名义利率，即是指包括补偿通货膨胀风险的利率。概略的计算公式可以写成：

$$r = i + p \tag{4·4}$$

式中，r 为名义利率；i 为实际利率；p 为借贷期内物价水平的变动率，它可能为正，也可能为负。

由于通货膨胀对于利息部分也有使其贬值的影响。考虑到这一点，名义利率还应调整。这样，名义利率的计算公式可以写成：

$$r = (1 + i)(1 + p) - 1 \tag{4·5}$$

按照上例，名义利率应当是（1+5%）×（1+3%）-1=8.15%，即大于8%。

从公式（4·4）中可以推出从名义利率推算实际利率的计算公式：

$$i = \frac{1 + r}{1 + p} - 1 \tag{4·6}$$

这是目前国际上通用的计算实际利率的公式。

只要存在物价水平并非保持不变的条件，市场各种利率都是名义利率，而实际利率却不易直接观察到。通常是利用上述公式，根据已知的名义利率和通货膨胀率推出实际利率。至于名义利率的变动，在利率可以自由变动的市场经济中，取决于对实际利率的预期与对通货膨胀的预期。

关于实际利率的变动规律将在本章第四节讨论。关于通货膨胀率，由于它通常是处于不断变动的过程中，所以签约时的通货膨胀率并不必定是还款时候的通货膨胀率，而对保持本金不受损失来说，主要的是要考虑还款时的通货膨胀率。

如果出现物价下降的通货紧缩局面，则意味着货币购买力上升，货币值钱了。按照实际利率不变的思路，应相应降低名义利率。但名义利率不可为负。一旦通货的升值率大于实际利率，利率会极大地下降乃至逼近于零，但一般不会倒付利息。因为利息不仅包含对币值波动风险的补偿，而且包含对机会成本和信用风险等等的补偿。

需要提醒的是，名义利率适应通货膨胀（包括通货紧缩在内）的变化而变化并非同步的。由于人们对价格变化的预期往往滞后于币值的变化，所以相对于币值的变化，名义利率的变化也往往有滞后的特点。但这不是绝对的。

我国的利率是由政府管制的，这在下面第四节中有说明。在政府考虑利率是否调整和利率水平高低是否适当时，币值的变化是一个极其关键的因素。1985年年中利率的上调是由于从1984年开始的通货膨胀日益加强；1988和1989两年通货膨胀率的迅速上升又促成了利率的继续调高；1990年和1991年两度调低利率则是由于通货膨胀率的回落；1992年开始的又一轮通货膨胀则推动了1993—1995年利率几度调升；而1996—1999年间的相继7次调低利率，则先是由于通货膨胀率的回落，而后则是由于人们并未料想到的通货紧缩的来临。这样的过程说明了，纵然在管制利率的条件下，实际利率对名义利率的制约也会表现出来。参见表4—2和图4—1：

表4—2　　我国1979—2000年的物价指数和利率

年份	零售商品价格指数	居民消费价格指数	利率调整日期	银行储蓄一年定期	银行贷款一年期
1979	2		4/1	3.96	5.04
1980	6		4/1	5.4	5.04
1981	2.4				
1982	1.9		1/1	5.4	7.2
			4/1	5.76	7.2
1983	1.5				
1984	2.8				
1985	8.8		4/1	6.84	7.92
			8/1	7.2	7.92
1986	6	6.5			
1987	7.3	7.3			
1988	18.5	18.8	9/1	8.64	9
1989	17.8	18	2/1	11.34	11.34
1990	2.1	3.1	8/21	8.64	9.36
1991	2.9	3.4	4/21	7.56	8.64
1992	5.4	6.4			
1993	13.2	14.7	5/15	9.18	9.36
			7/11	10.98	10.98
1994	21.7	24.1			
1995	14.8	17.1	7/1	10.98	12.06

续前表

年份	零售商品价格指数	居民消费价格指数	利率调整日期	银行储蓄一年定期	银行贷款一年期
1996	6.1	8.3	5/1	9.18	10.98
			8/23	7.47	10.08
1997	0.8	2.8	10/23	5.67	8.64
1998	2.6	-0.8	3/25	5.22	7.92
			7/1	4.77	6.93
			12/7	3.78	6.39
1999	3	-1.4	6/10	2.25	5.85
2000	-1.5	0.4		2.25	5.85

资料来源：价格指数据《中国统计年鉴》整理；利率据《中国金融年鉴》整理。

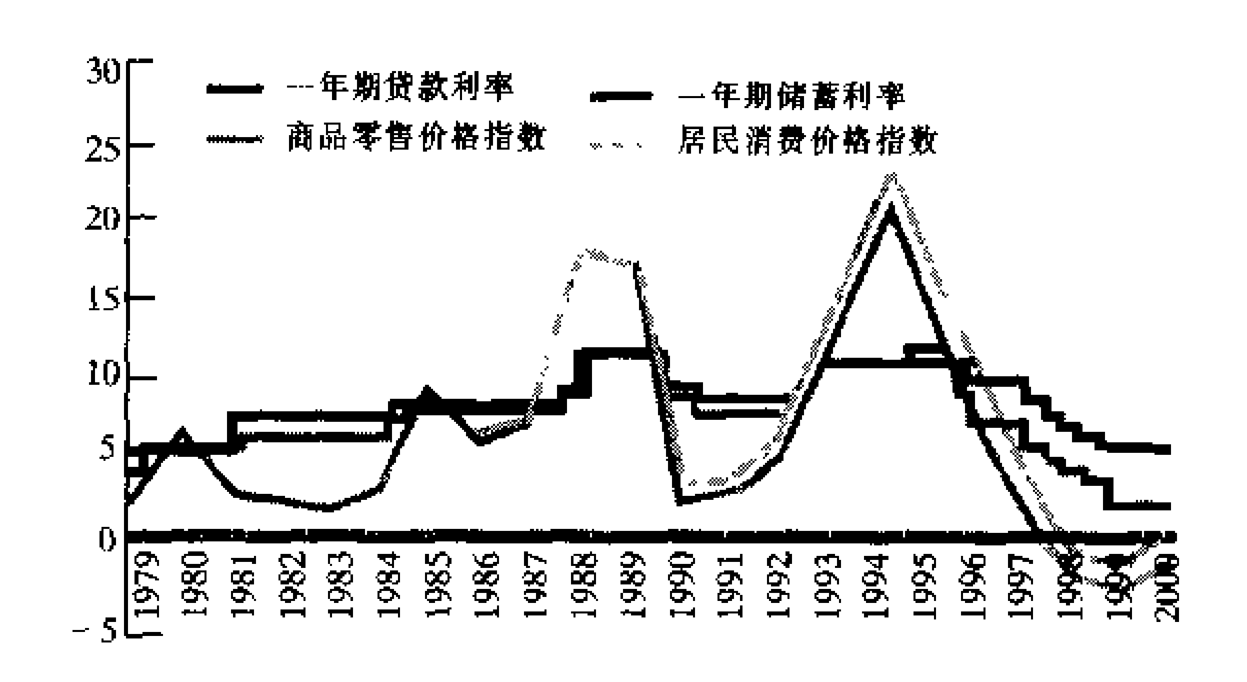


图 4—1　1979—2000 年利率与通货膨胀率

从表 4—2 和图 4—1 中，有一个现象应予注意，即在这一阶段中，通货膨胀率高的时候，利率纵然调得很高，实际利率有时还是负的；在通货膨胀率为负的时候，利率纵然调得很低，实际利率却还相当高。这不仅说明管制利率难以适应变化多端的生活现实，同时也说明名义利率与实际利率之间的关系还有其他制约因素在起作用。在市场经济条件下，这种矛盾现象也是存在的。

这里还需补充指出一点，即在币值贬低较为剧烈之时，除了调整名义利率之外，有时还要采取其他补助措施。如我国银行储蓄存款自 1988 年以后曾多年实行的保值储蓄就是在通货膨胀条件下一个十分典型的实例。在保值储蓄中，银行根据国家统计局公布的零售物价指数对储蓄存款利率进行调整，以使名义利率不

低于或略高于物价上涨率，从而保证实际利率不为负数。随着治理通货膨胀取得成效，于 1996 年 4 月取消了对储蓄的保值贴补。

固定利率与浮动利率

根据在借贷期内是否调整利率，利率可分为固定利率（fixed interest rate）与浮动利率（floating rate）。

固定利率是指在借贷期内不做调整的利率。实行固定利率，对于借贷双方准确计算成本与收益十分方便，是传统采用的方式。但是，由于第二次世界大战后通货膨胀过程连绵不断，特别是 20 世纪 70 年代以后出现了几次大的带有普遍性的通货膨胀，实行固定利率，对债权人，尤其是对进行长期放款的债权人会带来较大的损失。因此，在越来越多的借贷中开始采用浮动利率。

浮动利率是一种在借贷期内可定期调整的利率。根据借贷双方的协定，由一方在规定的时间依据某种市场利率进行调整，一般调整期为半年。浮动利率尽管可以为债权人减少损失，但也因手续繁杂、计算依据多样而增加费用开支，因此，多用于 3 年以上的及国际金融市场上的借贷。如美国的房地产贷款期限多为 3 年、5 年乃至几十年，为减少通货膨胀带来的损失，实行可调整利率放款；英国政府自 1977 年 5 月发行期限为 4～5 年的变动利率债券，利率按半年期国库券利率加 0.5%计算；欧洲货币市场实行的浮动利率调整期为 3～6 个月，调整的依据为伦敦银行同业拆借市场的同期利率，等等。在国际金融市场上，浮动利率债券的发行额自 20 世纪 70 年代以来增长很快。1980 年，全球浮动利率债券发行额仅为 47.1 亿美元，到 1997 年已达到2 131亿美元。

我国人民币借贷一向实行固定利率。20 世纪 80 年代初以来对某些贷款，后来也对某些存款实行的“浮动利率”不同于上面所说的浮动利率，而是指商业银行及某些金融机构可在政府统一规定的利率基准上，在一定幅度内有权酌情上浮或下浮的利率。至于中国银行发放的现汇贷款多年来一向采取浮动计息的方法，原因在于贷款的资金来源就是利率经常变化的国际金融市场。近年来，长期的国家债券和金融债券，有相当部分是采用浮动利率的。如随着 1 年期银行存款利率加一定利差的浮动利率。

市场利率、官定利率、行业利率

在市场机制下可以自由变动的利率就是市场利率。由政府金融管理部门或者中央银行确定的利率，通常称官定利率或官方利率（official interest rate），也叫法定利率，是国家手中为了实现政策目标的一种经济手段。它反映了非市场的强

制力量对利率形成的干预。由非政府部门的民间金融组织，如银行公会等，为了维护公平竞争所确定的利率属于行业自律性质的利率。这种利率对其行业成员也有一定的约束性。官定利率与行业利率常常是只规定利率的上限或下限，在上限之下、下限之上由市场利率调节。

我国目前以官定利率为主。绝大多数利率仍是由中国人民银行制定、报国务院批准后执行。其中，一部分是规定一个确定的值，不允许自行变动；一部分是在确定值的上下规定允许的浮动幅度。也存在市场利率，但范围有限，主要是在同业拆借等领域。发达的市场经济国家，以市场利率为主，同时有官定利率、行业利率。但官定利率与市场利率无显著脱节现象。至于发展中国家和地区的情况，基本介于上述两类情况之间，既有较大范围的官定利率和行业利率，也有一定规模的市场利率；两者的对比状况在各国之间也有较大差异。

一般利率与优惠利率

一般利率（general interest rate）与优惠利率（preferential interest rate）的划分以利率是否带有优惠条件为准。

商业银行优惠利率是指低于一般贷款利率的利率。优惠利率一般提供给信誉好、经营状况良好且有良好发展前景的借款人。在国际金融市场上，外汇贷款利率的优惠与否以伦敦同业拆借市场的利率为衡量标准，低于该利率者可称为优惠利率。是否提供优惠利率，在市场经济国家，主要是微观经济行为主体的市场行为。

在我国，优惠贷款利率属于官定利率。优惠利率的授予对象与国家的产业政策相联系，一般提供给国家认为有必要重点扶植的行业、部门及企业。自上个世纪 80 年代中期，我国开始实行一种贴息贷款（loan of interest subsidy）办法。所谓贴息贷款，即接受贷款的单位支付低于一般利率水平的利息。发放这种贷款而少收入的利息差额由批准贴息的部门、地方政府用财政拨付的款项支付。在经济发展过程中，优惠利率对于推动国家产业政策的实现有一定作用。但滥用优惠利率往往达不到预期的目标，反而会有消极的后果，如掩盖管理不善和经营落伍，如支持不平等竞争，等等。

年率、月率、日率

年利率（annual interest rate）、月利率（monthly interest rate）和日利率（daily interest rate）是按计算利息的期限单位划分的。年利率是以年为单位计算利息；月利率是以月为单位计算利息；日利率是以日为单位计算利息。按日计

息，多用于金融业之间的拆借，习惯叫“拆息（call money interest）”或“日拆”。

中国传统的习惯，不论是年率、月率、日拆利率都用“厘”作单位，如年息5厘，月息4厘，拆息2厘，等等。虽然都叫“厘”，但差别极大。年率的1厘是指1%，5厘即为5%。如贷出1万元，1年的利息为500元。月率的1厘是指0.1%，5厘即为0.5%。如贷出1万元，1月的利息为50元；不计复利，1年为600元。日拆利率的厘是指0.01%，5厘即为0.05%。如贷出1万元，每日利息为5元；不计复利，每月按30天计，利息为150元；全年可收利息1 800元。过去和现在的民间，也常用“分”作为利率的单位。分是厘的10倍，如旧中国习惯用以作为利息率高低分界的“3分息”就是指月息3%。

年、月、日这三种利率在经济生活中都有广泛使用的领域。西方工业化国家习惯以年率作为主要的标示形式。中国过去习惯以月率为主，现在已正式采用年率标示。

长期利率和短期利率

长期利率与短期利率的划分是以信用行为的期限长短为划分标准的。如贷款有短期和长期之别，存款有活期与定期以及不同定期之别，债券划分为短期债券、长期债券乃至无期债券，等等。相应地，利率也不同。一般地说，1年期以下的信用行为，通常叫短期信用，相应的利率就是短期利率；1年期以上的通常称为中长期信用，相应的利率就是中长期利率。短期利率与长期利率之中又各有长短不同期限之分。

总的来说，较长期的利率一般高于较短期的利率。但在不同种类的信用行为之间，由于有种种不同的信用条件，不能简单对比。至于同一类之间，较长期借贷由于风险较大，利率中风险溢价的成分也越大，从而利率较高。但并不总是这样，也有长期利率低于短期利率的时候。关于这方面的具体情况见本章第五节。

第三节 单利与复利

概念和计算公式

利息计算中有两种基本方法：单利（simple interest）与复利（compound interest）。

单利的特点，是对已过计息日而不提取的利息不计利息。其计算公式是：

$$C = P \cdot r \cdot n \tag{4·7}$$

$$S = P(1 + r \cdot n) \quad (4 \cdot 8)$$

式中，C 为利息额；P 为本金；r 为利息率；n 为借贷期限；S 为本金和利息之和，简称本利和。例如，一笔为期 5 年、年利率为 6% 的 10 万元贷款，利息总额为：

$$100\,000 \times 6\% \times 5 = 30\,000 \text{（元）}$$

本利和为：

$$100\,000 \times (1 + 6\% \times 5) = 130\,000 \text{（元）}$$

复利是将上期利息并入本金一并计算利息的一种方法。如按年计息，第一年按本金计息；第一年末所得的利息并入本金，第二年则按第一年末的本利和计息；第二年末的利息并入本金，第三年则按第二年末的本利和计息；如此类推，直至信用契约期满。中国对这种复利计息方法通俗地称之为“息上加息”。其计算公式是：

$$S = P \cdot (1 + r)^n \quad (4 \cdot 9)$$

$$C = S - P \quad (4 \cdot 10)$$

若将上述实例按复利计算本利和和利息，则分别是

$$100\,000 \times (1 + 6\%)^5 = 133\,822.56 \text{（元）}$$

$$133\,822.56 - 100\,000 = 33\,822.56 \text{（元）}$$

即按复利计息，可多得利息3 822.56元。

为了说明单利、复利的差别，人们举出过各式各样的例子。假设在纪元元年元月元日贷出 1 盎司黄金，如果年率为 3%，到 2001 年年底，本利和分别按单利和复利计算，其结果是：

$$1 \times (1 + 3\% \times 2\,001) = 61.03 \text{（盎司）}$$

$$1 \times (1 + 3\%)^{2001} = 4.867\,3 \times 10^{25} \text{（盎司）}$$

按单利计，经过了 2001 年，利息累计不过本金的 60 倍；而按复利计，倍数大得已难于读出来。如形象地比较，以金衡每盎司合31.103 5克计，$4.867\,3 \times 10^{25}$盎司的总重量为$1.523\,4 \times 10^{27}$克，相当地球质量 5.976×10^{27}克的 1/4 强！

简言之，在确定的借贷期内，按复利计息的次数越多，投资人的利息收入就越高。当然，筹资人的利息成本也就越大。

复利反映利息的本质特征

过去多年来，在我国有一个奇怪的现象：承认利息客观存在的必要性，却不承认复利。似乎单利可以同社会主义相容，而一提复利，立即就与“利滚利”、“驴打滚”联系起来，似乎是剥削、是罪恶。

其实，无论是单利还是复利，都是利息的计算方法，而无论是哪种方法计算出来的利息，按劳动价值说，都是劳动者所创造的价值：在资本主义社会，反映的是资产阶级占有剩余价值；在社会主义社会则是归社会支配的剩余劳动产品。所以，采用不采用哪种方法都不会改变利息的社会经济性质。就形式来看，不论哪种经济理论，利息的存在，就是承认了资本可以只依其所有权取得一部分社会产品的分配权利。如果承认这种存在的合理性，那就必须承认复利存在的合理性。因为按期结出的利息属于贷出者所有。假定认为这部分所有权不应取得分配社会产品的权利，那么本金的所有权也就不应取得这种权利。简言之，否定复利，也必须否定利息本身；否则，只不过表明是自己在制造混乱。

事实上，我国银行的告示牌上虽然均以单利标示，但实际一直并没有能够否定复利原则。以我国储蓄利率为例可以非常清楚地说明这个问题。比如，定期1年的储蓄利率必须保证按这样的利率所计算出来的1年的利息要大于按活期储蓄的月利率用复利方法所计算出来的1年的利息。例如，1971年10月——那时是在“文化大革命”期间，是最“革命”的时候——调整的储蓄利率，活期月利率为0.18%、1年定期年利率为3.24%。活期存1年的利息回报，按单利计为2.16%；按复利计为2.18%，均低于3.24%。至于不同期限的定期储蓄，按单利，当然年限越长，利率越高。以1999年6月调整的定期储蓄年率——依然是单利——为例，1年期的为2.25%，2年期的为2.43%，3年期的为2.70%，5年期的为2.88%。这样的利率系列保证：1年期储蓄到期立即提取并把本利和再存入1年定期，到第2年期满取得的累计利息回报，小于按公布的2年期单利所取得的回报；2年期储蓄到期立即提取并把本利和再存入3年期的储蓄，到第5年期满所取得的利息累计回报，小于按公布的5年期单利所取得的回报，以此类推。也就是说，换算为复利表示，也必须是期限短的低，期限长的高。把2.43%、2.70%、2.88%换算为复利，分别为2.40%、2.63%、2.73%，完全符合这样的要求。其实，无论哪个年份，也无论哪种存贷款利率，都是本着这样的原则设计的。当然，也不排除有特殊事例（比如出于不鼓励定期存款，不鼓励长期性存款过快增长的特殊政策要求等）。但不论如何，从原则上说，复利的规律是不能违背的。否则人们就不会存定期储蓄、更不会存期限长的定期储蓄。

还有一种说法：复利计算复杂，老百姓不好掌握。这是想当然的解释。中国的老百姓，包括农民，千百年来就懂得“利滚利”；在20世纪中叶之前的新旧银钱业也广泛使用复利。其实，在只公布单利率的条件下，“老百姓”在比较不同期限比如1年定期储蓄与3年定期储蓄的利息回报时，习惯的思考方法是，先算算存1年定期，到期提取并立即连同利息再存入，如此反复，到3年期满可获多

少利息，再与存 3 年定期可获得的利息加以比较。也就是说，人们并不因不公布复利而不进行复利的计算。

应该说，复利较之单利，是更符合生活实际的计算利息的观念。现在，在我国的经济生活中，复利的运用实际已经极其广泛，只是官方挂牌的利率还维持着单利的面孔。

两个有广泛用途的算式

在我国银行储蓄存款业务中,有一种零存整取,还有一种整存零取。前者是每月(或每周、每年)按同一的金额存人,到约定的期限本利和一次取出。其算式是:

$$S = P \cdot \left[\frac{(1+r)^{n+1} - 1}{r} - 1 \right] \tag{4·11}$$

式中，P 为每月（或每周、每年）存人的金额；n 为依次存人的次数。假如预计 10 年之后需要支用 2 万元，估计月利率比如说为 0.8%，那么每月存入 100 元即可达到这个数量（确切数字为20 181.92元）。

后一种整存零取是一次存人若干金额的货币，在以后的预定期限内，每月（或每周、每年）提取等一金额的货币，当达到最后期限的一次提取时，本利全部取清。其算式是:

$$S = P \cdot \frac{(1+r)^n - 1}{r\ (1+r)^n} = P \cdot \frac{1 - \ (1+r)^{-n}}{r} \tag{4·12}$$

式中，P 为每月（或每周、每年）提取的金额；n 为依次提取的次数。假如希望在 10 年内每月提取 100 元作为生活费，估计月利率比如说也是 0.8%，那么现在只需要存人7 700元（确切数字为7 695.52元）即可。

这两个算式有很广泛的用途。如在消费信贷中，还款的安排，通常是在贷款实施之后至约定的到期之间，如多少年，分月按同等金额支付，期满还清。这属于定期定额还清贷款的方式，很显然要采用“整存零取”的算式设计。前面在介绍中国高利贷中的“印子钱”也是属于定期定额还清贷款的方式，只是不清楚，那时是怎样求出这样的精确解。至于在类如养老年金的设计中，前者是典型的年金终值计算公式；而后者则是典型的年金现值计算公式。“终值”、“现值”的概念下面立即讲述。此外，在设计折旧提存方案等诸多方面，或需利用其中某一算式，或需两个算式结合运用。

这两个算式都是根据 $S = P \cdot (1+r)^n$ 这个复利公式推衍出来的。其展开式分别是:

$$S = P(1+r)^n + P(1+r)^{n-1} + \cdots + P(1+r)^2 + P(1+r) \tag{4·13}$$

$$S=\frac{P}{(1+r)}+\frac{P}{(1+r)^2}+\cdots+\frac{P}{(1+r)^{n-1}}+\frac{P}{(1+r)^n} \quad (4\cdot14)$$

现值与终值

由于利息成为收益的一般形态，所以任何一笔货币金额，不论将作怎样的运用，甚至还没有考虑将作怎样的运用，都可根据利率计算出在未来的某一时点上，将会是一个怎样的金额。这个金额就是前面说的本利和，也通称为“终值(future value)”。如果年利率为6%，现有100 000元，在5年后的终值可按复利计算式(4·9)计算。即

$$100\,000\times(1+6\%)^5=133\,822.56\ (元)$$

把这个过程倒转过来，如果我们知道在未来某一时点上有一定金额的货币，只要把它看做是那时的本利和，就可按现行利率计算出要能取得这样金额的本利和在现在所必须具有的本金。即

$$P=\frac{S}{(1+r)^n} \quad (4\cdot15)$$

设5年后期望取得一笔100 000元的货币，假如利率不变，现在应有的本金是：

$$100\,000\div(1+6\%)^5=74\,725.82\ (元)$$

这个逆算出来的本金称为“现值（present value)”；这个公式叫做贴现值（present discounted value）公式。

现值的观念有很久远的历史。中国过去流行一种倒扣息的放债方法，如契约上名义是借100元还100元，半年还清，在月息3分的情况下，不计复利，贷者付给借者的只是85元。现代银行有一项极其重要的业务，即收买票据的业务，其收买的价格就是根据票据金额和利率倒算出来的现值。这项业务叫“贴现”，现值也称贴现值。

现值的运用

现值的计算方法不仅可用于银行贴现票据等类似业务方面，而且还有很广泛的运用领域。比如，用来比较各种投资方案时，现值的计算是不可缺少的。在现实生活中，一个项目的投资很少是一次性的，大多是连续多年陆续投资。不同方案不仅投资总额不同，而且投资在年度之间的分配比例也不同。如果不运用求现值方法，把不同时间、不同金额的投资换算为统一时点的值，则根本无法比较。可以举个例子说明。

例如，现有一项工程需10年建成。有甲、乙两个投资方案。甲方案第一年

年初需投入5 000万元，以后9年每年年初再追加投资500万元，共需投资9 500万元；乙方案是每一年年初平均投入1 000万元，共需投资1亿元。从投资总额看，甲方案少于乙方案；但从资金占压时间看，乙方案似较甲方案好一些，不过也说不太准：第一年的投入甲方案虽明显大于乙方案，第二年以后每年的投入，乙方案又大于甲方案。现值的观念则可以帮助解决这个问题。假设市场利率为10%，这样，两方案的现值分别如表4—3所列。

表4—3　　　　　　　　　　单位：万元

甲方案			乙方案		
年　份	每年年初投资额	现　值	年　份	每年年初投资额	现　值
1	5 000	5 000.00	1	1 000	1 000.00
2	500	454.55	2	1 000	909.09
3	500	413.22	3	1 000	826.45
4	500	375.66	4	1 000	751.31
5	500	341.51	5	1 000	683.01
6	500	310.46	6	1 000	620.92
7	500	282.24	7	1 000	564.47
8	500	256.58	8	1 000	513.16
9	500	233.25	9	1 000	466.51
10	500	212.04	10	1 000	424.10
合　计	9 500	7 879.51	合　计	10 000	6 759.02

现在看起来，采用乙方案较之甲方案，投资成本可以节约1 000多万元。如果其他条件类似，决策就有了明确的依据。

在求现值的公式中，$\frac{1}{(1+r)^n}$称为一次支付现值系数。即一笔未来到期日一次支付的货币金额乘上该系数，就可以得出现值。

竞价拍卖与利率

上一节，在介绍基准利率时，曾提到通过竞价拍卖（open-outcry auction）形成利率的问题。

在市场经济中，不少涉及信用行为的契约并不列有利率。如有的债券只有面额而不标明利率，习称“无息债券”。发行时采用拍卖方式。设一种面额100元半年期的债券以97元成交，那么它的年利率，利用计算贴现值（present discounted value）的公式（4·15）计算，就是：

$(\frac{100}{97})^2 \quad 1-0.0628$ 即 6.28%

在市场经济国家，各种债券以及许多金融工具，相当大的部分均采用竞价拍卖的方式。在市场价格低于或高于面值时，不论有否票面利率，都决定了实际起作用的利率。有的竞价拍卖，其标的的本身就是利率。

在我国，竞价拍卖的办法近几年来有极其迅速的发展。如各种债券也大多采用竞价拍卖的方式发行。

在美国，短期国库债券均采用拍卖方式。通过竞价成交，实际也就意味着在这个时点上市场基准利率水平的形成。当然，这是以存在一个发达的政府债券交易市场为前提的。只要这个前提存在，市场就会每时每刻展示不同期限的基准利率。这对于金融市场上的运作，如第二篇所要研究的确定投资价格或者金融产品的价格等等，都是至关重要的。

利率与收益率

在涉及利率问题的研究和实践中，有一个使用非常广泛的收益率（yield）概念与利率概念并存。

收益率实质就是利率。作为理论研究，这两者无实质性区别。而在实际生活中，由于种种原因——往往是习惯的原因——使两者出现差别。

例如，为了对不同期限的投资项目收益率进行比较，往往需要将不到 1 年期的利率转化为年率，这需要换算。在西方的一些国家，要把月率用年率来表示，习惯的做法是以 12 乘月率；如此算出的结果也获得“利率”的称谓。显然，这样换算极不精确。设 y 代表年率，r_m 代表月率，精确的年率换算应该引入复利观念，其算式应是：

$$y = (1+r_m)^{12}-1 \qquad (4\cdot16)$$

为了区别于习惯的年度的利率称谓，如此求出的 y 则称之为年度的收益率。

再如，类如无息债券之类，本身就没有规定利率。要是根据拍卖成交价逆算出收益的大小，叫“收益率”极其自然。第二节讲到基准利率时，表 4—1 列出的就是收益率。至于票面标明利率的债券，在二级债券市场上的交易中，由于价格波动，使持有者的收益大小与票面利率有别，从而也有个计算收益率的问题。关于这个问题将在第五节讲述。

又如，有些年金的积累和支用，有些储蓄的零存整取和整存零取，有些消费信用的分期贷放和还款，往往只有一个总额、一个到期期限、一个期限内的分期期数和一个每期存、取、贷、还的金额；总额和分期支付额大多为整数。事实

上，这类金融交易行为都是根据一定的利率设计的，但未标明。把这个隐含的率算出来，也称之为收益率。

第四节　利率的决定

利率水平是怎样决定的，有哪些因素会使它发生变化，是金融理论中一个极其重要的课题。

马克思的利率决定论

马克思的利率决定论是以剩余价值在不同资本家之间的分割作为起点的。前面指出，马克思认为，利息是贷出资本的资本家从借入资本的资本家那里分割来的一部分剩余价值。剩余价值表现为利润，因此，利息量的多少取决于利润总额，利息率取决于平均利润率。“因为利息只是利润的一部分……所以，利润本身就成为利息的最高界限，达到这个最高界限，归执行职能的资本家的部分就会=0。”[①] 利息不可以为零，否则有资本而未营运的资本家就不会把资本贷出。因此，利息率的变化范围是在“零”与平均利润率之间。当然，并不排除利息率超出平均利润率或事实上成为负数的特殊情况。

利润率决定利息率，从而使利息率具有以下特点：(1) 平均利润率，随着技术发展和资本有机构成的提高，有下降的趋势。因而也影响平均利息率有同方向变化的趋势。(2) 平均利润率虽有下降趋势，但这是一个非常缓慢的过程。而就任一个阶段来考察，每个国家的平均利润率则是一个相当稳定的量。相应地，平均利息率也具有相对的稳定性。(3) 由于利息率的高低取决于两类资本家对利润分割的结果，因而使利息率的决定具有很大的偶然性，如同“一个股份公司的共同利润在不同股东之间按百分比分配一样，纯粹是经验的、属于偶然性王国的事情”[②]。这就是说，平均利息率无法由任何规律决定；相反，传统习惯、法律规定、竞争等因素，在利率的确定上都可直接起作用。

在现实生活中，人们面对的是市场利息率，而非平均利息率。平均利息率是一个理论概念，在一定阶段内应具有相对稳定的特点。而市场利息率则是多变的，但不论它的变化如何频繁，在任一时点上都总是表现为一个确定的量。

---

① 《马克思恩格斯全集》，第25卷，401页，北京，人民出版社，1974。

② 《马克思恩格斯全集》，第25卷，408页，北京，人民出版社，1974。

西方经济学关于利率决定的分析

西方经济学中关于利率决定的理论全都着眼于利率变动取决于怎样的供求对比。总的来说，对决定因素的观察不断加细；观察角度则各有不同。

在凯恩斯主义出现以前，传统经济学中的利率理论，现在人们称之为实际利率理论。这种理论强调非货币的实际因素在利率决定中的作用。它们所注意的实际因素是生产率和节约。生产率用边际投资倾向表示，节约用边际储蓄倾向表示。这里所说的“储蓄”是指经济学使用的观念，等于收人减消费（比我们日常所用的银行储蓄存款的储蓄概念包括的范围大）。投资流量会因利率的提高而减少，储蓄流量会因利率的提高而增加。故投资是利率的递减函数，储蓄是利率的递增函数。而利率的变化则取决于投资流量与储蓄流量的均衡。图 4—2 说明了这种关系。

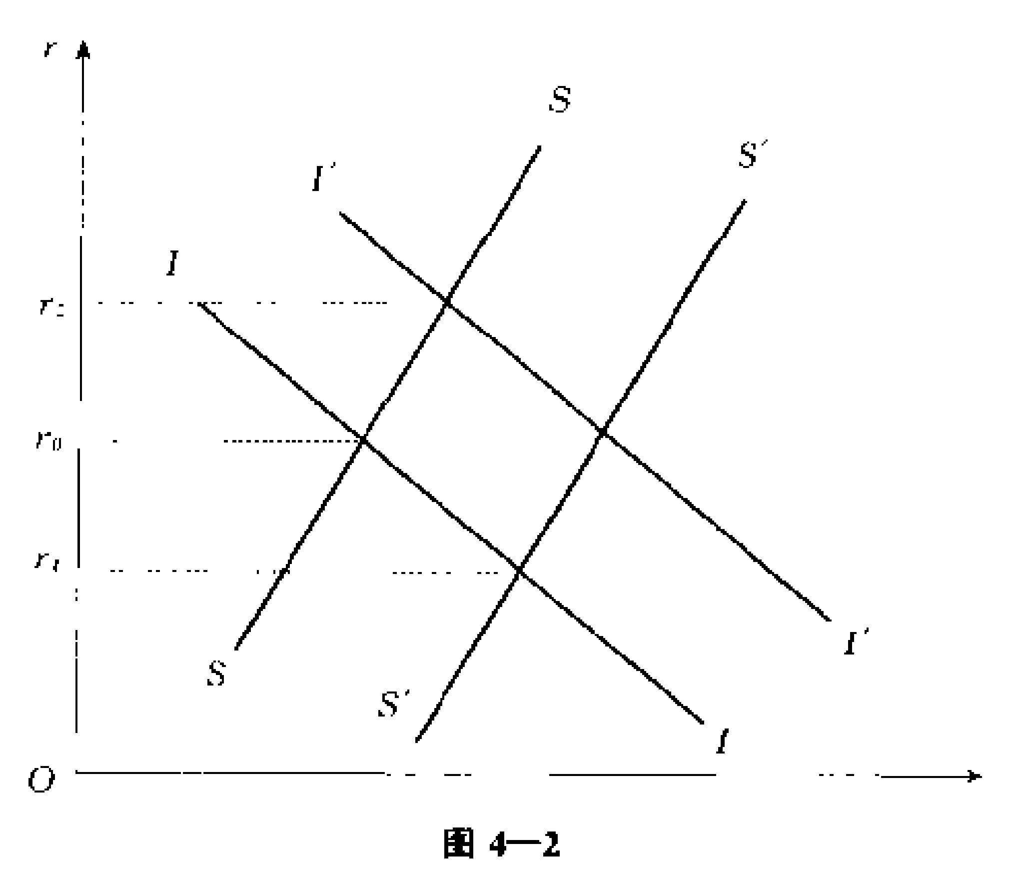


图 4—2

图中，II 曲线为投资曲线，曲线向下倾斜，表示投资与利率之间的负相关关系；SS 曲线为储蓄曲线，曲线向上倾斜，表示储蓄与利率之间的正相关关系。两线的交点所确定的利率 r_0 为均衡利率。如果有些因素引起边际储蓄倾向提高，则 SS 曲线向右平移，形成 $S'S'$ 曲线，后者与 II 曲线的交点所确定的利率 r_1，即为新的均衡利率。显然，在投资不变的情况下，储蓄的增加会使利率水平下降。如果有些因素引起边际投资倾向提高，II 曲线向右平移，形成 $I'I'$ 曲线，则 $I'I'$ 曲线与 SS 曲线的交点确定新的利率均衡点 r_2。显然，若储蓄不变，投资增加，则有均衡利率的上升。

和传统的利率理论相反，凯恩斯完全抛弃了实际因素对利率水平的影响。其利率决定理论基本上是货币理论。凯恩斯认为，利率决定于货币供求数量，而货币需求量又基本取决于人们的流动性偏好。如果人们对流动性的偏好强，愿意持有的货币数量就增加，当货币的需求大于货币的供给时，利率上升；反之，人们的流动性偏好转弱时，那将是对货币的需求下降，利率下降。因此，利率是由流动性偏好曲线与货币供给曲线共同决定。见图 4—3。

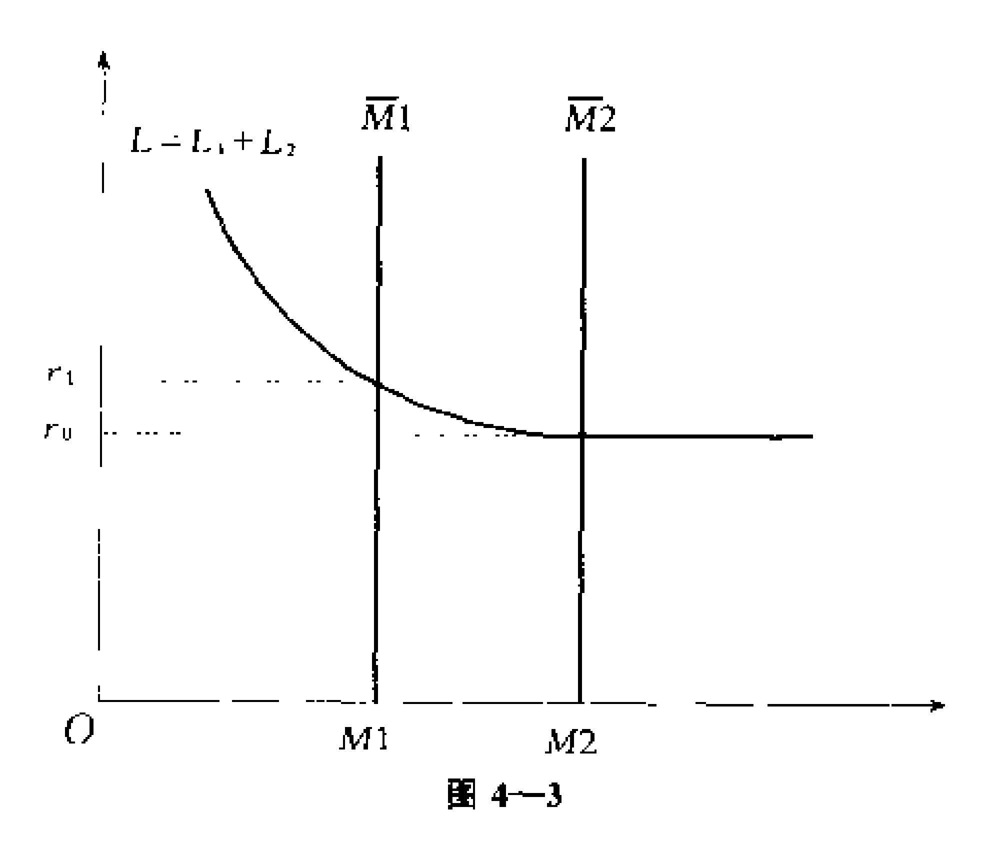


图 4—3

货币供给曲线 $\overline{M}$，由货币当局决定，货币需求曲线 $L=L_1+L_2$ 是一条由上而下、由左到右的曲线，越向右，越与横轴平行。[①] 当货币供给线与货币需求线的平行部分相交时，利率将不再变动，即无论怎样增加货币供给，货币均会被储存起来，不会对利率产生任何影响。

这便是凯恩斯利率理论中著名的“流动性陷阱”说。图中的 $M1$ 是与 r_1 相对应的货币供给量；$M2$ 是货币供给在这之后无论如何继续增加，利率也不会从 r_0 再行下降的货币供给量。

凯恩斯的利率理论在学术界曾引起争论。反对方的典型代表是英国的罗伯逊与瑞典的俄林。他们提出的“可贷资金论”（loanable funds theory of interest）一方面反对古典学派对货币因素的忽视，认为仅以储蓄、投资分析利率过于片面，同时也抨击凯恩斯完全否定非货币因素在利率决定中的作用的观点。

按照可贷资金理论，借贷资金的需求与供给均包括两个方面：借贷资金需求

---

① 凯恩斯对货币需求与货币供给的理论解释，见第十二章、第十四章。

来自某期间投资流量和该期间人们希望保有的货币余额；借贷资金供给则来自于同一期间的储蓄流量和该期间货币供给量的变动。用公式表示，有：

$$D_L = I + \Delta M^D \tag{4·17}$$

$$S_L = S + \Delta M^S \tag{4·18}$$

式中，D_L 为借贷资金的需求；S_L 为借贷资金的供给；ΔM^D 为该时期内货币需求的改变量；ΔM^S 为该时期内货币供应的改变量。显然，作为借贷资金供给一项内容的货币供给与利率呈正相关关系；而作为借贷资金需求一项内容的货币需求与利率则呈负相关关系。就总体来说，均衡条件为：

$$I + \Delta M^D = S + \Delta M^S \tag{4·19}$$

这样，利率的决定便建立在可贷资金供求均衡的基础之上。在这种理论中所涉及的货币需求与货币供给问题将从第十三章开始研究。不过，这里可以指出一点：如果投资与储蓄这一对实际因素的力量对比不变，按照这一理论，则货币供需力量对比的变化即足以改变利率，因此，利率在一定程度上是货币现象。见图4—4。图中的 M_0 是尚未增加 ΔM^S 的货币供给量；M_1 是增加了 ΔM^S 之后的货币供给量。

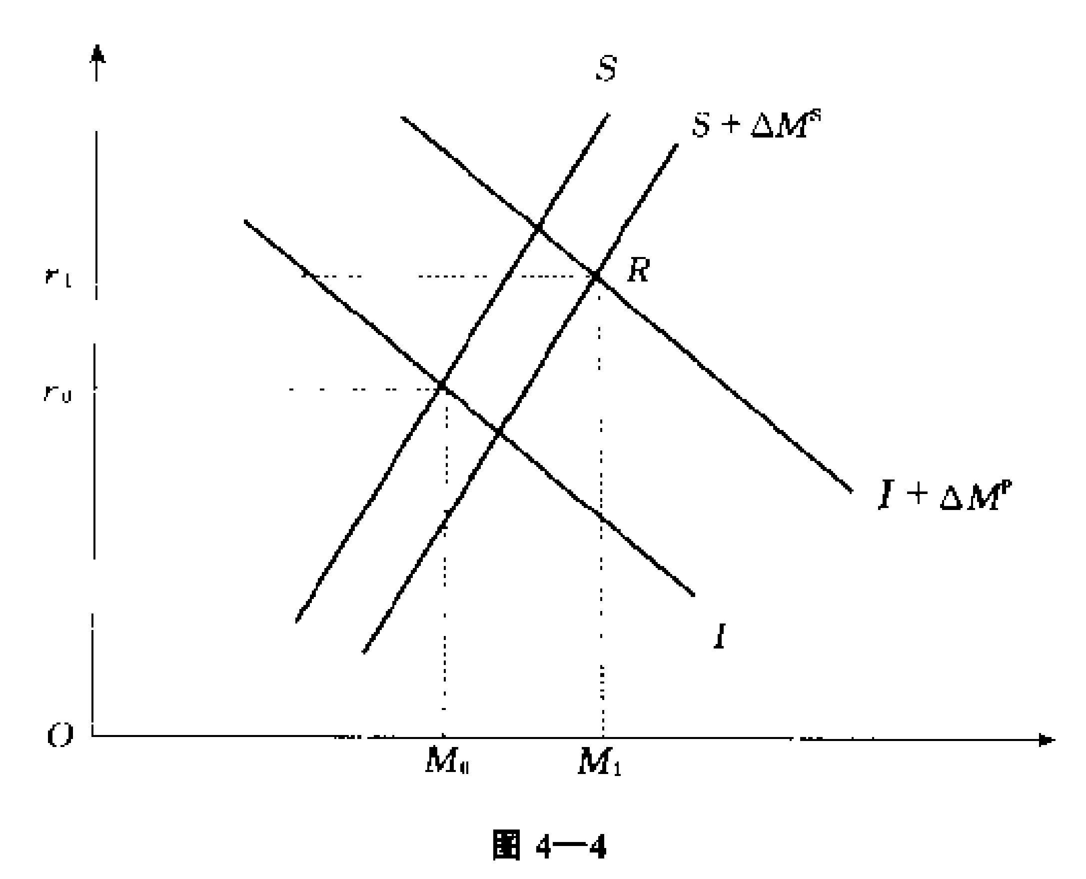


图 4—4

可贷资金理论从流量的角度研究借贷资金的供求和利率的决定，可以直接用于金融市场的利率分析。特别是资金流量分析方法及资金流量统计建立之后，用可贷资金理论对利率决定做实证研究和预测分析，有其实用价值。

在西方经济学关于利率决定的分析中，新古典综合学派在分析利率问题时，

加入了国民收入这一因素，提出了著名的 *IS-LM* 模型。关于决定均衡利率与均衡收入的 *IS-LM* 模型，将在第二十章介绍。

影响利率的风险因素

上面讨论的是关乎利率水平的根本性的因素。此外，还有多种多样的因素，时时直接地影响着利率的波动。其中特别重要的有二：一是影响于利率的风险（risk），二是对利率的管制。

在第二节提到利率中风险补偿的概念——一个笼统的概念。由于影响投资风险的因素不止一个，故利率中对风险的补偿，即风险溢价，也可以分解为多个项目。

——需要予以补偿的通货膨胀风险。关于这个问题，在名义利率和实际利率问题中已经讨论。

——需要予以补偿的违约风险。对于资质状况较差的借款人来说，违约风险补偿占风险补偿的主要部分。一般地说，政府比任何一家私营企业的资信度高，所以，政府发行的债券利率比一般企业发行的债券利率要低，就是这个道理。

——需要予以补偿的流动性风险。由于投资于特定的资本品，使投资人资金的流动性受到一定程度影响，因此存在投资人对由于流动性不足所带来损失有补偿的要求。不同的投资品流动性不同，流动性风险补偿也不同。以我国的同期政府债券和国家独资银行存款为例，由于目前二者的资信度基本一致，故二者利率应该一致，都应该列为无风险利率。但是，因为我国国债市场的流动性较低，持有国债不如银行存款那样容易变现，于是，国债利率只能高于同期银行存款的利率，高出部分在一定程度上意味着对国债流动性不足的风险补偿。

——需要予以补偿的偿还期限风险。一般来说，期限越长，投资人资金出现损失的可能性会越大，因此要求有相应的补偿。这反映为长期利率一般高于短期利率。

由于金融产品的流动性与期限是紧密联系的，往往期限越长，流动性越低。因此，也经常将两种风险合二为一，统称为流动性的风险。

此外，在利率方面也有政策性风险。如货币政策方面所引起的利率调整，如财政政策方面对于利率课税政策的调整，等等。

利率管制

在一国的经济非常时期或在经济不发达的国度中，利率管制也是直接影响利率水平的重要因素。管制利率的基本特征是由政府有关部门直接制定利率或利率

变动的界限。

由于管制利率具有高度行政干预和法律约束力量，排斥各类经济因素对利率的直接影响，因此，尽管许多发达的市场经济国家也实行管制利率，但范围有限。且一俟非常时期结束即行解除管制。相比之下，多数发展中国家的利率主要为管制利率。形成这种局面的原因主要有：（1）经济贫困和资本严重不足，迫使政府实行管制利率，期望促成经济发展和防止过高的利率给经济带来不良影响；（2）实行管制利率以抑制比较严重的通货膨胀；（3）为配合全面的经济控制，如对贸易、物价、投资、生产、外汇等方面的控制，需要对利率实行管制；（4）不发达的金融市场与数量不多的金融机构容易形成垄断利率及贷款的垄断分配，并发展为利率管制；（5）在实行计划经济的国家中，管制利率是配合实现生产、流通与分配计划的一个重要组成部分，以保证实现计划目标及财政信贷的综合平衡，等等。

管制利率与提高资金效率存在着极大的矛盾。减弱对利率的管制往往是发展中国家实施经济改革的主要内容。关于这方面的问题，在后面还要多次涉及。

我国的利率管理体制

自1949年建国以来，在计划经济体制下，我国的利率属于管制利率类型：利率由国务院统一制定，由中国人民银行统一管理。在改革进程不断推进的基础上，1995年通过的《中国人民银行法》规定，利率事项由中国人民银行做出决定，报国务院批准后执行。

我国利率管理体制（interest rate regulation system）的形成有其特殊的历史背景。新中国成立初期，由于严重的通货膨胀、猖獗的投机倒把和高利贷活动，政府采取了一系列严格管制经济的措施，其中也包括利率管制。物价基本稳定后，中国人民银行总行统一规定各种贷款利率的最高限，但要求利率的制定不可以脱离市场情况；同时，对不同所有制性质的企业实行不同的存贷款利率，以配合所有制的社会主义改造。这段时期，我国的利率管制政策对于迅速制止金融物价领域的混乱局面和配合私营工商业的所有制改造等方面，收到了有力的效果。那时，面对多种经济成分并存局面，比较重视一定程度的市场调节作用。利率高低的调节比较灵活，利率的档次也较多。

随着生产资料所有制社会主义改造的基本完成和高度集中的中央计划经济管理体制的建立，管制利率的做法进一步强化。这时的利率管理有这样几个特点：利率档次少、利率水平低，存贷利差（interest rate margin，spread）小，管理权限高度集中。利率档次少和水平低的特点在十年动乱时期发展到了顶点。直到实

行经济体制改革与开放政策之后，这种局面才有所改变。

我国长期以来一直实行低利率政策是有原因的。比如，是为了稳定物价、稳定市场、促进和扶植工农业生产的发展。其积极效果在国民经济恢复时期和“一五”时期相当明显。再如，在高度集中的计划管理体制下，生产、销售、分配和资金供求均基本取决于国民经济计划，利率的高低，如同价格、利润等其他市场调节杠杆一样，起不了多大作用，从而促成了利率的下调。又如，受“左”倾思想的影响，顾虑高利率会成为少数人占有剩余产品的手段，助长不劳而获。这种顾虑特别是在政治运动中直接促成储蓄存款利率大幅度的调低。

20 世纪 70 年代末改革开放政策开始推行之后，利率体制的改革问题立即提了出来。首先要求解决的是提高利率水平。由于对企业放权，放开市场，以及利益机制进入企业等，为了提高资金使用效益和经济效益需要运用利率杠杆，提高利率水平自成题中之义。先是银行储蓄存款利率的调高。如 1 年期定期利率在 1979 年和 1980 年两度调高——从 3.24％调高到 5.4％；随后是调高银行贷款利率，如 1 年期银行贷款利率，在 1982 年从 70 年代的 5.04％调高到 7.2％。后来，在金融体制改革中，各类金融机构为了扩大资金来源和提高贷款效益，也提出提高利率的要求，等等。到了 80 年代中期之后，通货膨胀成为决定利率水平变动的主要因素。这在第二节已作说明。

如果说，改革开放后的某些年份，对利率的争论还主要是集中在利率是高是低，调整利率能对经济进程发挥多大作用等方面，那么近些年来，焦点已经转移。随着我国市场经济建设的不断推进，高度集中的利率管制与频频变化的物价水平及其他顺应市场规律灵活变动的经济变量之间，出现越来越大的不协调。人们日益关心如何建立一个灵活的利率决定机制的问题，包括国家管理利率的体制是否保留，如果说应该保留，保留到何种程度；市场供求的利率形成机制能否完全取代管理利率，如果说不能，开放到何种程度。换一个角度说，那就是在社会主义市场经济体制的模式下，利率决定的机制应该具备怎样的特性。

如何形成一套符合中国国情的社会主义市场经济的利率体制，并没有现成的答案，许多问题有待探索。不过，随着市场经济体制的逐步形成，相应放开管理利率体制，使市场机制在利率形成方面的作用日益与经济体制的改革进程相匹配，无疑是必要的。近年来采取的改革措施主要有：(1) 金融机构对贷款利率有一定幅度的浮动权利。如实行浮动利率制度初始，允许各金融机构流动资金贷款利率在 20％的幅度内浮动。而后，随经济形势的变化，时而减小浮动的幅度，时而扩大浮动的幅度，以配合宏观决策的紧缩或扩张的要求。在完全放开之前，这样的调整还会不时地进行。(2) 1996 年 1 月，放开同业拆借利率——同业拆借

利率全部通过市场机制形成。(3) 近年来，国债和金融债券均采用招投标的方式发行。其中，有的标的就是利率本身。开始，限定与票面利率的差距，现已放开。(4) 2000 年 9 月放开对金融机构外币业务的利率管制：放开外币贷款利率；大额外币存款利率由金融机构与客户协商；小额外币存款利率由银行业协会统一制定。

改革开放以来，事实存在着规避管制的“不合法”的利率。这类“不合法”的利率，曾以各种半隐蔽的方式，在相当广阔的领域——包括国有经济和国家机关——调节着货币资金的借贷行为。直至上个世纪的最后几年，这类“不合法”的利率才在整顿金融秩序的过程中作为“非法的”利率严格予以禁止。但如果利率机制的市场化得不到解决，只要管制利率不适应经济本身的要求，规避管制的利率必然是禁而不绝。

第五节　利率的期限结构

在市场经济国家，在债券以及类似的金融工具在经济生活中占有极其重要地位的背景下，发展了环绕利率期限结构（term structure of interest rates）问题的研究。

什么是利率期限结构

由多种多样的利率所构成的系统中，存在着种种结构。其中，利率的期限结构特别受到关注。

任何一种利率大多对应着不同期限。如存款利率，对应着长短不同的期限而高低不同，这是存款利率的期限结构；国债利率，对应着长短不同期限有高有低，这是国债利率的期限结构，等等。由于市场经济中的利率是不断变动的，所以利率的期限结构总是某年、某月、某日的期限结构。例如，表 4—1 所表示的就是 2001 年 9 月 30 日美国政府债券的利率期限结构。概括说来，同一品类的不同期限的利率构成该品类的利率期限结构；而期限结构则是利率与期限相关关系的反映。需要注意，利率期限结构只能就与某种信用品质相同的债务相关的利率，或同一发行人所发行的债务相关的利率来讨论；加入信用品质等其他因素，期限则无可比性。

在第二节讲过基准利率，——其他任何利率品种都是在它的基础上加上一定百分点的风险溢价得出的。因此，一般选择基准利率的期限结构用来表示一个经济体的利率期限结构。第二节也提到，一个社会中最理想的基准利率是在良好的

国债市场上表现出来的收益率。所以，这个市场上不同期限国债的收益率的组合，就成为该经济体利率期限结构的代表。

利率期限结构对于金融活动具有十分重要的意义。各种债券价格的制定都是以它为基础的。比如，某个被评为BB级的企业欲发行3年期债券，债券的发行价格以及票面利率的确定就需要参照这个时候市场上同期国债的收益率，并考虑在它的基础上按照风险程度所应增加的百分点，形成该企业债券的收益率；然后在企业债券收益率的基础上确定债券的发行价格或者债券的票面利率。此外，利率期限结构也可以帮助确定其他金融产品，如股票的价格等。

在我国，利率期限结构的研究也已开展，并已开始进入实用之中。

即期利率与远期利率

对于研究利率的期限结构，有些习用的术语需要解释。即期利率（spot rate of interest）与远期利率（forward rate of interest）是其中的一对重要概念。

即期利率是指对不同期限的债权债务所标示的利率。如换算为复利的2.25%、2.40%、2.63%、2.73%，就是我们1999年6月以来现行的1年期、2年期、3年期、5年期的定期储蓄的即期利率。远期利率则是指隐含在给定的即期利率中从未来的某一时点到另一时点的利率。

以2年期储蓄2.40%的利率为例进行分解。

——以1 000 000元储蓄，两年到期的本利和是：

$$1\ 000\ 000\times(1+0.024)^2=1\ 048\ 600\ (元)$$

——两年储蓄中的第一年，其行为与储蓄一年定期没有差别，所以，从道理分析，应按一年定期储蓄利率计息；在一年期末，其本利和应是：

$$1\ 000\ 000\times(1+0.022\ 5)=1\ 022\ 500\ (元)$$

——如果是存一年定期，这时就可自由处理其本利和。假如无其他适当选择，再存一年定期，到第二年末得本利和：

$$1\ 022\ 500\times(1+0.022\ 5)=1\ 045\ 506.25\ (元)$$

较之1 048 600元少3 093.75元。

——存两年定期储蓄，之所以可多得3 093.75元，那就是因为放弃了在第二年期间对第一年本利和1 022 500元的自由处置权。这就是说，较大的效益是产生于第二年。如果说，第一年应取2.25%的利率，那么第二年的利率则是：

$$(1\ 048\ 600\div 1\ 022\ 500-1)\times 100=2.55\%$$

这个2.55%就是第二年的远期利率。

第三年、第四年……第 n 年的远期利率可用同样的方法推算。

如以 f_n 代表第 n 年的远期利率，r 代表即期利率，其一般计算式是：

$$f_n = \frac{(1+r_n)^n}{(1+r_{n-1})^{n-1}} - 1 \qquad (4\cdot20)$$

由于是推算出来的，所以也常常称之为隐含的远期利率。

这里用储蓄利率举例，只是由于居民储蓄利率较为大家所熟悉。债券等利率的即期利率与远期利率的关系也均如此。本节一开始就指出，利率期限结构的研究主要是以债券为对象展开的。以下讨论均就债券举例。

到期收益率

在第三节讲到收益率时提到，由于债券的投资收益不仅取决于票面利率，同时还取决于其市场价格，所以要计算收益率。

到期收益率（yield to maturity）是指在如下两者的金额相等时所决定的现实起作用的利率：（1）到债券还本时为止分期支付的利息和最后归还的本金折合成现值的累计，在翻译的有关书籍中通常表述为“债券现金流（cash flow）的当前价值”；（2）债券当前的市场价格。设每年付息，期终还本，还有 n 年到期的国债券，其面值为 P，按票面利率每期支付的利息为 C，当前的市场价格为 P_m，到期收益率为 y，则 y 可依据公式（4·21）、（4·22）算出近似值：

$$P_m = \frac{C}{(1+y)} + \frac{C}{(1+y)^2} + \cdots + \frac{C}{(1+y)^{n-1}} + \frac{C+P}{(1+y)^n} \qquad (4\cdot21)$$

根据（4·21）可简化为：

$$P_m = C\cdot\frac{1-(1+y)^{-n}}{y} + \frac{P}{(1+y)^n} \qquad (4\cdot22)$$

到期收益率相当于投资人按照当前市场价格购买债券并且一直持有到期满时可以获得的年平均收益率。它的存在使不同期限从而有不同现金流状态的债券收益具有可比性。

到期收益率取决于债券面额、债券的市场价格、票面利率和债券期限。不过，在债券偿还期内，面额、票面利率和期限是不会变化的（除非是浮动利率债券的票面利率可变）。因此，影响到期收益率变化的基本因素就是债券的市场价格。有太多的事情会影响债券价格波动：中央银行的再贴现率调整、债券发行人的资质状况、通货膨胀预期、债券剩余期限、股票市场价格波动、乃至政局、战争，等等。由于债券价格变化直接引起债券到期收益率变化，因此，债券到期收益率几乎就是债券价格的另一付面孔。有不少债券市场直接用到期收益率对债券标价，交易人员则按照到期收益率而不是债券价格进行交易。

我国的有关单位已计算和公布国家债券和金融债券的到期收益率。计算的公式就是公式（4·21）的具体化。

收益率曲线

收益率曲线（yield curve）是对利率期限结构的图形描述。

第二节表4—2所提到的美国政府债券收益率，即可据以绘出收益率曲线。如图4—5。

到期日	收益率%
3个月	2.37
6个月	2.34
2年	2.83
5年	3.79
10年	4.58
30年	5.41

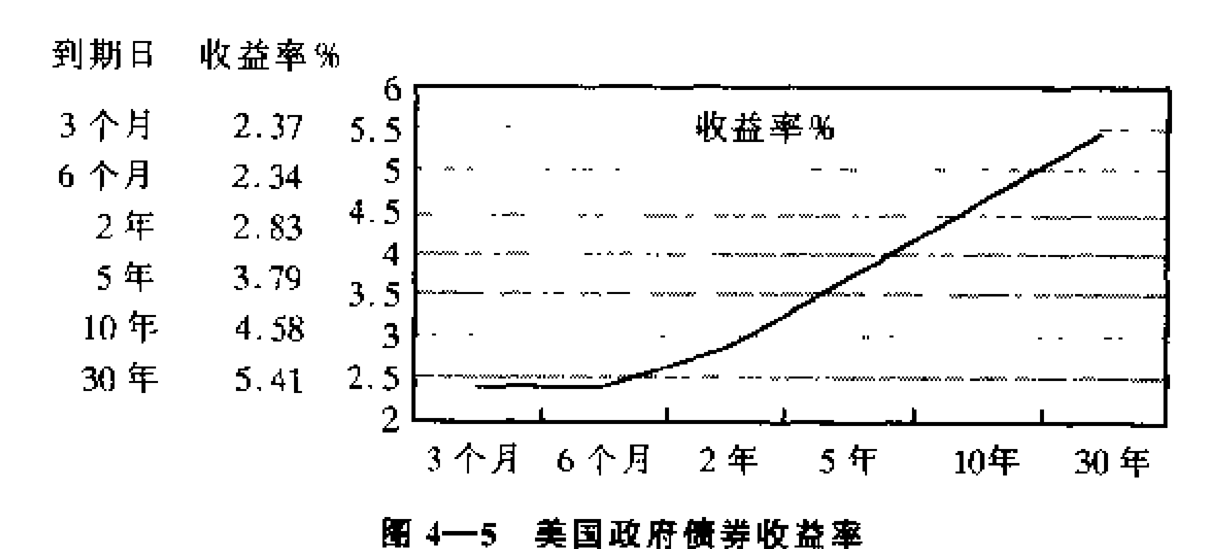


图4—5 美国政府债券收益率

依据同样原理描绘出的我国债券收益率曲线，如图4—6。

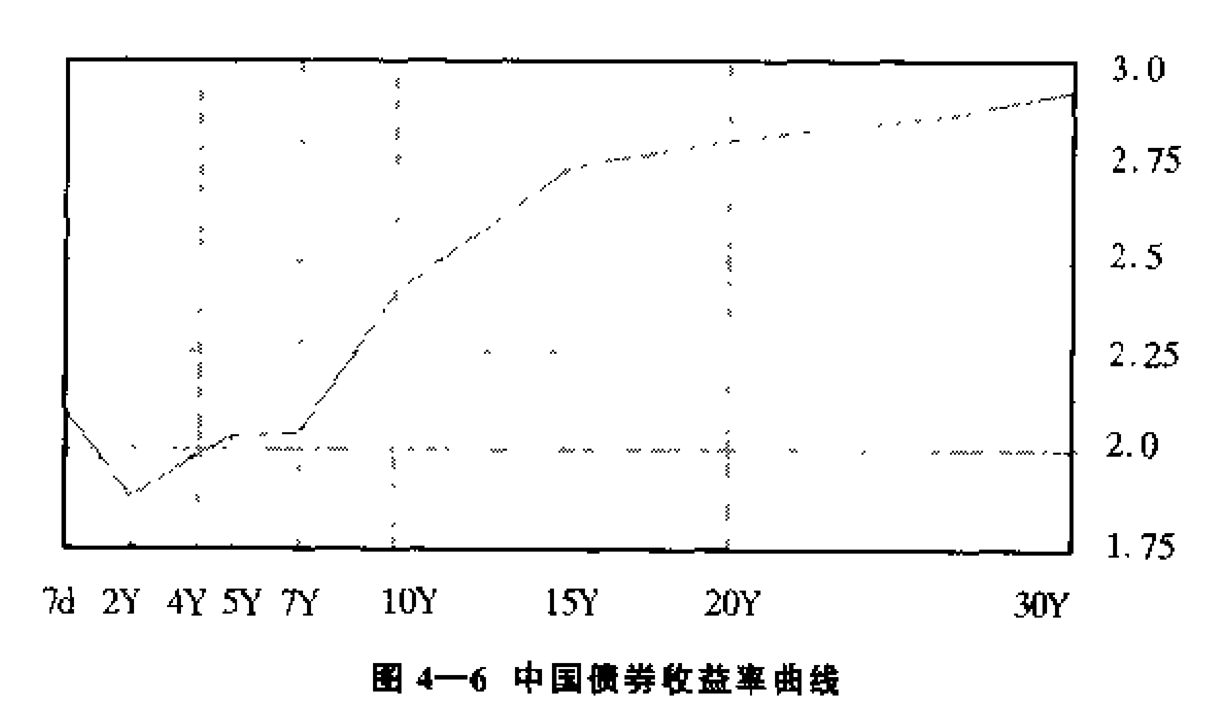


图4—6 中国债券收益率曲线

资料来源：中国债券信息网，2002－08－16。

根据过去不同时日的到期收益率绘制出来的收益率曲线形状各异。如何加以归纳，有不同的处理。其中之一是归纳为四种基本图形：（1）向上倾斜状，我国现在开始绘制的收益率曲线也是向上倾斜的；（2）向下倾斜状；（3）水平状；（4）驼峰状。见图4—7。

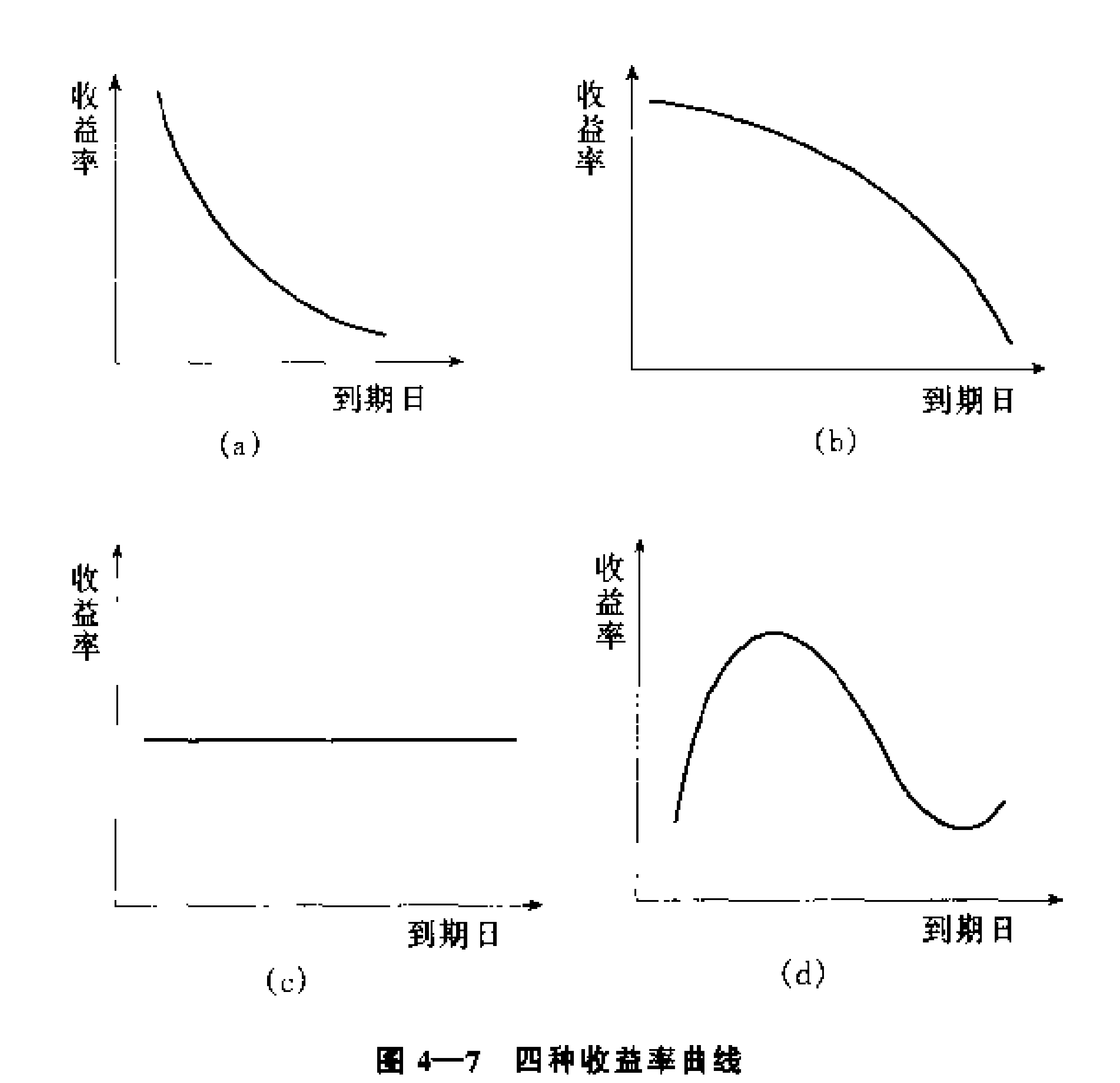


图 4—7 四种收益率曲线

为什么收益率曲线不是简单向上倾斜，体现期限越长，利率越高的结果？形成曲线种种不同走势的原因是什么？不同的曲线走势会给未来的利率预期提供什么信息？这些都是利率期限结构理论的重要内容。

影响利率期限结构的因素

对于影响利率期限结构的因素解释主要有：人们对利率的预期，人们对流动性的偏好，资金在不同期限市场之间的流动程度等。比较经典的解释理论有预期理论（expectation theory）和市场隔断理论（market segmentation theory）。其中预期理论又可以分为纯预期理论（pure expectation theory）、流动性理论（liquidity theory）和偏好理论（preferred habitat theory）。

预期理论的共同特点是，对远期利率的行为有共同假设：都同意预期未来短期利率，或远期利率的变化方向决定收益率曲线的形态；同时，假定当前长期债券中的远期利率与市场对未来短期利率的预期有紧密联系。预期理论中的流动理论和偏好理论认为，除此以外还有其他因素会影响预期的未来利率，而纯粹预期理论则排除其他影响因素。

预期理论认为，预期的未来短期利率影响了收益率的曲线，而纯粹预期理论认为，只有远期利率代表预期的未来短期利率，并且只有远期利率，或者预期的未来短期利率，决定收益率曲线的形状。既然远期利率在收益率曲线的解释中有如此重要的作用，我们有必要对它做进一步了解。

设想一位投资人有一笔可作4年投资于债券的资金。作为投资对象的债券多种多样，在其中，选中两个投资选择进行比较：

(1) 购买4年期债券，可简称长期投资方案；

(2) 购买2年期债券，到期后再购买2年期债券，简称短期投资方案。

用长期投资方案，投资人可以立即知道该投资的到期收益率。因为债券的市场价格、票面利率是已知的。比如当前4年期面额100元按年付息的债券，其市场价格是98.74元，票面利率是10%。用到期收益率公式，可以计算出该债券的到期收益率是10.4%。用短期投资方案，投资人则不能准确地知道整个投资期的收益率。他只能依据所投资的2年期债券的市场价格和票面利率，计算出第一个2年期投资的到期收益率。假定目前2年期按年付息的债券，其市场价格是99.65元，息票利率是9%，于是，计算得知到期收益率是9.2%。但是，投资人不知道这一笔2年期债券到期并从而需要再次购买2年期债券时，债券的市场价格会有怎样的变化。当然也就无从计算该项第二次投资于2年期债券的到期收益率，从而也就不可能判断整个4年的投资收益率。

在假设投资人不考虑风险因素的情况下，选择哪一种方案投资，就取决于哪一种方式可以提供更高的收入。如果两种方式的投资收入都一样，投资人选择哪种方式投资是没有区别的。这里提出的问题是：投资人预期未来——在这个例子中是2年期满之际——的短期利率处于怎样的水平才能达到这种“无区别”的状况。

设预期未来利率 f 能够使两种投资方案的未来收入一样，根据上面关于即期利率与远期利率的分析可以列式如下：

$$100\times(1+10.4\%)^4=100\times(1+9.2\%)^2\times(1+f)^2$$

不难解出，$f=11.6\%$。

如果预期未来短期利率 f 大于11.6%，短期投资方案的总体收入会大于长期投资方案，投资人倾向于选择短期投资；反之，投资人倾向于选择长期投资。

在一个充分竞争和资金自由流动的市场上，活跃的套利活动会使两种投资方案的收益率差异消失，也就是说，使二者具有相同的收益率。例如，假如 f 小于11.6%，投资人会倾向于长期投资方案，因而导致长期资金供应增加，长期债券价格上升，收益率下降，直到长期投资收益率等同于短期投资的收益率。这

时，投资人会停止追逐长期投资的行为。假如 f 大于 11.6%，投资人会倾向于短期投资方案，因而导致短期资金供应增加、短期债券价格上升，收益率下降，直到投资人停止追逐短期投资的行为。因此可以认定，在市场充分竞争的假设前提下，长短期投资会趋向于具有同等的投资收益率。

根据纯粹预期理论，远期利率或预期未来短期利率的变化决定了利率的期限结构和收益率曲线形状。而一定时间的利率期限结构反映了当前市场对未来一系列短期利率的预期：当预期未来短期利率上升时，会有上升的收益率曲线；反之，收益率曲线是下降的。换一种说法则是，上升的收益率曲线代表了人们对未来利率上升的预期，下降的收益率曲线代表了人们对未来利率下降的预期。

从人们根据利率预期调整自己的金融活动行为的结果看，对未来短期利率的预期的确可以改变收益率曲线。这可从投资人、投机人和筹资人三方面进行分析。假设预期未来短期利率上升，对长期投资感兴趣的人会因为长期债券价格下降幅度大于短期债券价格下降幅度，就会放弃持有长期债券，转而持有短期债券。于是，造成短期债券的需求增加，价格上升，收益率下降，而长期债券则价格下降，收益率上升。这就促成收益率曲线向上倾斜。对于投机者来说，会利用利率上升从而债券价格下降的预期，抛出长期债券，或卖空长期债券，取得投机收入。当然，这种投机行为的结果也会促成收益率曲线向上倾斜。对于筹资者来说，既然未来短期利率有可能上升，那么，聪明的做法是获得长期资金而不是短期资金。这种做法增加了市场上长期债券的供应，帮助长期债券价格下降和到期收益率上扬。

纯粹预期理论关于投资人不在意风险的假设，与现实是有出入的。实际上，由于长期债券往往具有较大的价格波动风险，这使投资人对于不同期限的投资有不同的补偿要求，从而不同期限的投资策略会有不同的收益率。例如，对于一个有 5 年投资期的投资人来说，购买 5 年期债券和购买 30 年期债券的风险是不同的，两种投资策略的收益率也会有所不同。

流动性理论，在纯粹预期理论的基础上，提出债券期限从而流动性也会影响收益率曲线的观点。该理论认为，既然期限长的债券价格波动风险比短期债券大，人们自然会对这部分风险要求补偿，即要求流动性风险补偿。因此，只有在长期投资的收益率高于短期的平均预期收益率条件下，人们才会选择长期投资工具。于是期限越长的债券，到期收益率应该越高。按照流动性理论的观点，收益率曲线一般应该是向上倾斜的；只有在预期未来短期利率下降到一定程度，以致使流动性补偿无法抵消预期利率下降的程度时，才会出现下降的收益率曲线。显然，流动性理论已经调整了纯预期理论中关于投资人不介意风险的假设。

偏好理论接受了人们对未来短期利率的预期会影响收益率曲线的观点，但不赞同流动性理论中的观点。该理论并不否定收益率中包含对各种风险的补偿，不过认为，期限越长的债券中包含越多流动性风险补偿的观点，只有在市场上所有的投资人均倾向于以尽快速度出售持有的债券，而所有的筹资人均要筹借长期资金的情况下才会发生。但这种情况事实并不存在。偏好理论认为，影响收益率曲线的另一个因素应该是不同期限资金市场的供求。当一个特定期限的资金市场上供求严重不均衡时，交易双方才会转向供求状态并非严重不足的其他期限的资金市场。这种资金的流动则会影响收益率曲线，使其表现出或者向上、或者向下、或者水平、或者驼峰状的形态。

市场隔断理论与预期理论完全不同，该理论认为资金在不同期限市场之间基本是不流动的。这倒不是行政力量限制，而是金融机构的特定业务运作所导致的对资金期限的特定要求使然。不同金融机构有不同的负债性质，因而对资金的期限有特定需求。比如，商业银行对资金的需求主要是短期的，不会轻易到长期资金市场上融资。这种不同期限市场上资金流动的封闭性，决定了收益率曲线可以有不同的形态。例如，当长期市场上资金供过于求、导致利率下降的同时，短期市场资金供不应求，导致利率上升，就会形成向下倾斜的收益率曲线。

第六节　利率的作用

对利率作用的一般估价

在发达的市场经济中，利率的作用是相当广泛的。从微观角度说，对个人收入在消费与储蓄之间的分配，对企业的经营管理和投资等方面，利率的影响非常直接；从宏观角度说，对货币的需求与供给，对市场的总供给与总需求，对物价水平的升降，对国民收入分配的格局，对汇率和资本的国际流动，进而对经济成长和就业等，利率都是重要的经济杠杆。在西方经济学中，无论是微观经济学部分还是宏观经济学部分，在基本模型中利率几乎都是最主要的、不可缺少的变量之一。

如何估价利率的作用，在西方现代经济学各个流派之间经常可以看到存在着不同的观点。但就我们看来，他们对利率均极重视，只不过在“极重视”的水平上有所差异而已。在以下的章节中，涉及利率作用的地方极多，将依次从本学科的角度具体加以讨论。本节仅对利率在储蓄和投资方面的作用作些说明。

储蓄的利率弹性和投资的利率弹性

利率在经济生活中的作用，主要体现在对于储蓄及投资的影响上。影响程度的大小，用储蓄的利率弹性（interest elasticity of saving）与投资的利率弹性（interest elasticity of investment）表示。

先分析利率对储蓄的作用。由于个人储蓄通常构成社会总储蓄的主要部分，所以用它作为代表加以说明。作用有正反两个方面：储蓄总额相对于利率的提高，可以是增加，也可以是减少；储蓄总额相对于利率的下降，可以是减少，也可以是增加。一般将储蓄随利率提高而增加的现象称为利率对储蓄的替代效应；将储蓄随利率提高而降低的现象称为利率对储蓄的收入效应。替代效应表示人们在利率水平提高的情况下，愿意增加未来消费——储蓄，来替代当前消费。这一效应反映了人们有较强的增加利息收入从而增加财富积累的偏好。收入效应表示人们在利率水平提高时，希望增加现期消费，从而减少储蓄。这一效应则反映了人们在收入水平由于利率提高而提高时，希望进一步改善生活水准的偏好。

一般来说，一个社会中总体上的储蓄利率弹性究竟是大是小，最终取决于上述方向相反的两种作用相互抵消的结果。由于相互抵消，尽管利率的收入效应与替代效应分别来看都很强，但利率的弹性却有可能很低。至于储蓄的利率弹性的方向——是正还是负，显然也取决于收入效应与替代效应的对比结果。

以上分析仅就一般情况而言。如果一个社会的收入水平很低，人们的收入仅够维持温饱或略有剩余，这时再高的利率也难以使储蓄的比例增大。1979 年以前，我国居民的货币收入水平很低。而且还有如下的经济背景：市场供给小于市场需求，要稳定绝大部分由国家规定的物价水平和有限基本生活资料的平均分配，主要的消费品或实行计划供应，或实行凭证供应，或实行限量供应。在这种情况下，虽然工资水平相当低，但却往往有些货币收入无法支用。于是有了结余——想花费而无法支用的结余。对于这样的结余，人们称之为“强制储蓄”。显然，强制储蓄与利率水平的高低也没有多大的联系。

由于可选择的财产形式有限，多年来我国居民的储蓄表现为以银行储蓄存款为主，利率对于储蓄的作用，也主要通过储蓄存款的相应变化体现出来。观察 20 世纪 90 年代以来中国人民银行调整利率后储蓄存款的变化可以发现，1990—1991 年连续三次下调利率并未引起储蓄明显下降与消费明显上升，1996 年两次降息也同样未明显改变储蓄的增长速度。而在世纪之交，在通货紧缩的背景下，加大降息力度，同样没有抑制住储蓄增长的势头。因此，至少从到目前为止的情况看，我国储蓄的利率弹性不大。然而超过一定的临界点，如实际利率显然为负时，也会有极其强烈的反应。1988 年全国零售物价指数上升 18.5%，上半年人

们已能判断这样的形势难以避免。而当时储蓄利率则仅为年率7.2%。于是当年秋季引发了挤提储蓄存款的局面。当政府很快采取了按物价指数保值的储蓄办法后，抢提储蓄的势头才得以扭转。1994年、1995年又曾出现类似的苗头，但因采取措施及时，没有重复1988年的情况。

利率变化对投资所起的作用，是通过厂商对资本边际效益与市场利率的比较形成的。如果资本边际效益大于市场利率，可以促使厂商增加投资；反之则减少投资。但是同样幅度的利率变化以及利率与资本边际效益的比对于不同厂商投资的影响程度可以是不同的。比如，在劳动力成本——工资——不随利率下降而降低的情况下，对劳动密集型的投资，利率弹性就小些；对资本密集型的投资，利率弹性就会大些。另外，期限较长的固定资产投资的利率弹性会大些。存货投资的利率弹性则较复杂。由于存货的增减更主要的取决于产品销售及其他成本，利息成本只是影响因素之一，因此，需有较大幅度的利率变化，才能引致存货投资量的明显变化。

以上分析仅就一般市场经济环境而言。改革以前，我国的国有企业处于计划的直接管理之下，投资的规模基本与利率无关。改革后，尽管商品价格、商品生产与流通的集中计划管理色彩逐渐淡化，但到目前为止，市场机制仍在完善的过程之中，这不能不限制我国投资利率弹性的作用。

利率发挥作用的环境和条件

在发达的市场经济中，利率的作用所以极大，基本原因在于，对于各个可以独立决策的经济人——企业、个人以及其他——来说，利润最大化、效益最大化是基本的准则。而利率的高低直接关系到他们的收益。在利益约束的机制下，利率也就有了广泛而突出的作用。

在我国过去的中央集中计划体制下，由于市场机制受到极强的压制，利率没有什么显著的作用。改革开放之后，市场调节提到日程上来，利率也开始被重视，但距离建成社会主义市场经济体制的目标还有相当长的路要走。在这样的过程中，个人、个体经营者及非国有经济的其他各种成分，独立的决策权是自然而然的事情，所以可明显看出利率的作用在逐步提高。至于国有经济，特别是国有大中型企业，首先是独立的决策权，仍有待落实。在独立经营、自负盈亏、自我发展的自我约束机制还没有形成的条件下，利率的调整很难起到引导作用：利率调高不能促使其节约人力、物力消耗和加速资金周转，利率调低则更会促成浪费。当企业无力从自己的盈利中解决一个相当部分的再投资需要（如扩大规模、更新改造和增补流动资金等）时，只要还得继续经营，多高的贷款利率也难以使

贷款需求降下来。

应该说，近些年来利率的作用是在逐步增强，但还难说已经有质的飞跃。1997年党的第十五次代表大会提出了一些有重大意义的目标，其中要求作为微观行为主体的国有企业真正形成自我的利益约束机制，相应地要求外部经济环境也能为其自我约束机制的实现提供充分的保障等等，对于显著提高利率的作用有关键意义。但要使目标变成现实，实践说明，决非一蹴而就。

[复习思考题]

1. 为什么利息成为收益的最一般的形式？举一个例子，说明收益的资本化。

2. 从理论上说，利率的水平是怎样决定的？主要有哪些论点？

3. 了解我国金融机构计息的方式。在什么场合用单利，什么场合用复利？

4. 目前在我国的利率体系中，哪些属于市场利率？哪些属于官定利率和行业利率？

5. 倘若你在银行有一笔储蓄存款，当储蓄存款利率下调时，你会根据怎样的判断做出反应？

6. 利率与收益率之间是什么关系？如何度量收益率？

7. 什么是市场形成的基准利率？它起什么作用？

8. 票面利率、收益率、到期收益率的异同何在？

9. 什么是利率的期限结构？运用期限结构理论解释为什么收益率曲线会有不同的形状？

10. 从中国债券网查一查我国国债市场上利率期限结构的计算方法。

11. 什么是利率的投资弹性与储蓄弹性？影响利率的投资弹性与储蓄弹性的因素主要有哪些？如果这两种弹性都比较强，利率将有可能对宏观经济发挥怎样的调节作用？

12. 我国实施管制利率的原因是什么？管制利率的弊端主要有哪些？我国目前正在对利率实行市场化改革，你是否了解这一改革的主要内容及步骤？你对推进这一改革的必要性是如何理解的？

第五章

外汇与汇率

第一节 外 汇

外汇界说再释

在第一章第一节，曾这样解释：对于任一国家的居民，相对于其本国的货币，把一切外国的货币称之为外汇；外汇就是货币，只不过是“外国”的货币。随后，在第三节又指出，外汇不仅指外国的钞票和硬币，以外币履行支付义务的票据、银行的外币存款和以外币标示的有价证券，如外国政府的债券、外国公司的债券和股票等等也是外汇；而且，非钞票和硬币形态的外汇是外汇存在的主要形态。

现代经济生活中的外汇（foreign exchange，foreign currency），概而言之，主要是以外币标示的债权债务证明。在第二章、第三章我们依次指出，现代的经济是由债权债务网络全面覆盖的经济——任何经济行为主体都是在这个网络下活动的；相应地，任何货币的流通与信用的活

动都变成了同一的过程：任何货币都不过体现着债权债务关系，任何货币的支付都不过反映着债权债务的消长、转移。就一个国家和地区来说是这样，就联系着全球经济体的国际经济关系来说也是如此。

设某国的进口商甲和出口商乙与外国的出口商A和进口商B有外贸联系。出口商乙卖给外国进口商B一批货物并要求B开出以该国货币——外汇——付款的票据；与之同时进口商甲从同一外国的出口商A买进一批货物并商定以该外国的货币结账。这时，进口商甲可用本国的货币从出口商乙那里买进外汇——B承诺以该国货币履行支付义务的票据，并用这样的票据向外国的出口商A付款；而外国出口商A依据这张票据要求该国进口商B履行付款义务。过程如图5—1。在这个例子中，非常明显，外汇的流转，不过是应收应付的债权债务关系产生（B承诺以本国货币——Z对某国来说的外汇——履行支付义务的票据）、转移（甲用本币从乙那里买进外汇并支付给A）和结清（A凭借票据从B收款）的过程。

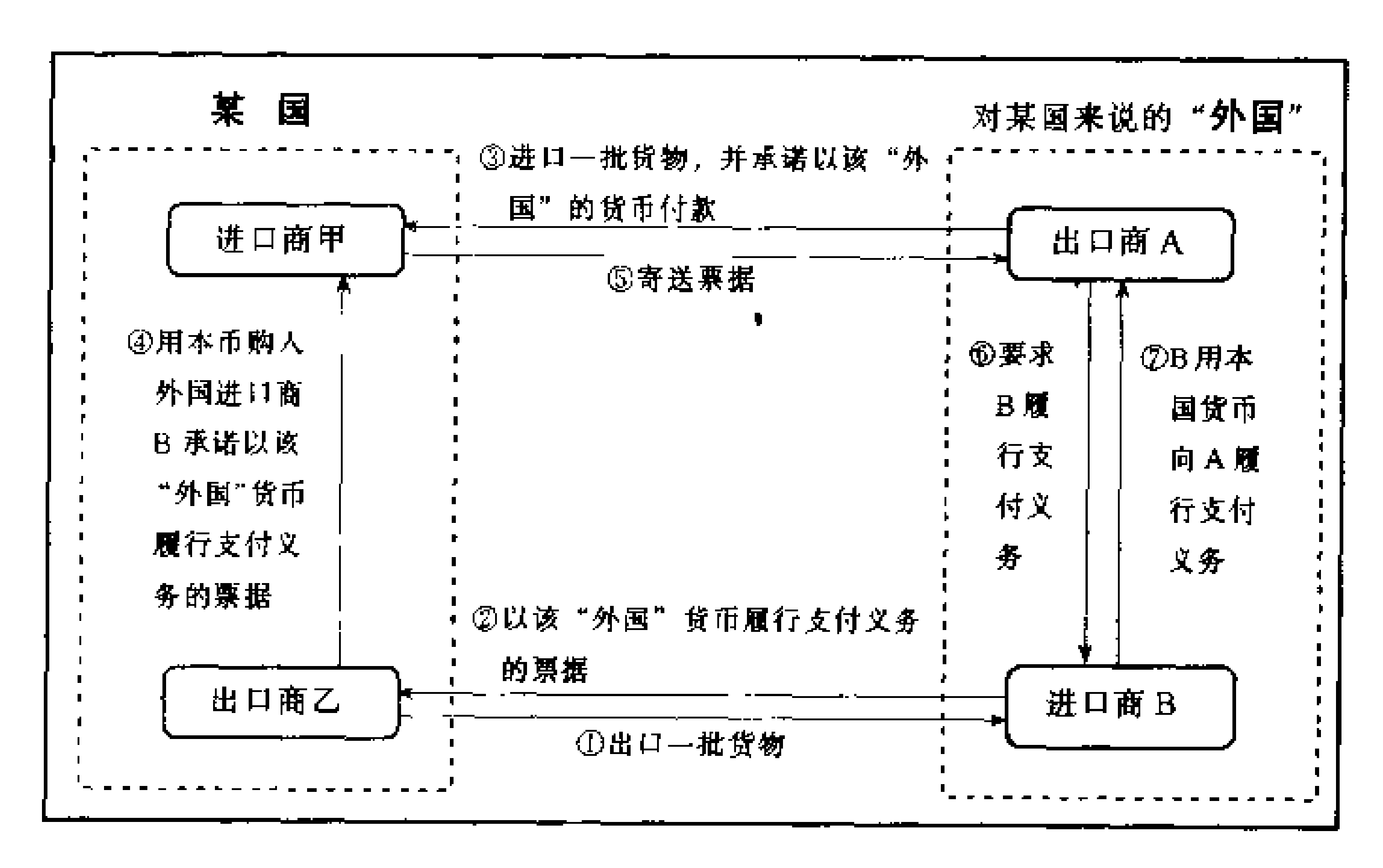


图5—1

外汇作为货币，与本币都是债权债务证明，这是没有区别的。如果要加以区分，那就是外汇还包括股票这类所有权证。而在论及国内货币时，所有权证则不包括在货币之内。债务凭证和所有权证，在下一章专门讨论，统称为金融资产。所以，也应这样界定：所谓外汇，是以外币表示的金融资产，可用作国际间结算的支付手段，并能兑换成其他形式的外币资产和支付手段。

此外，在一定的口径中，金的集中储备也视为外汇。而在国内，金已完全排除在货币的范围之外。

中国现行的《中华人民共和国外汇管理条例》所称的外汇，是指下列以外币表示的可以用作国际清偿的支付手段和资产：（1）外国货币，包括纸币、铸币；（2）外币支付凭证，包括票据、银行存款凭证、邮政储蓄凭证等；（3）外币有价证券，包括政府债券、公司债券、股票等；（4）特别提款权、欧洲货币单位；（5）其他外汇资产。

在复杂的经济生活中，外汇并不限于外币资产，而且还延伸到专用于国际结算的本币资产。我国曾存在过"外汇人民币"，就是又一种以本币形式表示的"外汇"。[①] 此外，如欧洲金融市场上的"欧洲美元"，对美国来说是外汇；"欧洲英镑"对英国来说也是外汇。

外汇管理与管制

外汇管理（exchange regulation，exchange management）是政府对外汇收、支、存、兑所进行的一种管理。各国实行外汇管理由来已久。历史上，当金属货币流通时，各国对金银输出输入以及对外国铸币在本国流通的某些约束、限制的规定，也就是实行"外汇管理"。当代，从"管理"的一般文意来讲，凡是有自己法定货币的地方，只能说存在管理的松紧程度因国、因地、因时而异；至于放手丝毫不管的，只是那些根本不存在自己法定货币的国度和地区。通常的情况是，外汇收支拮据时，管理从严；外汇收支宽裕时，则管理从宽，甚至基本不加管理。

当政府对于公民、企业、乃至政府机关取得、支用、携带、保管外汇等行为严格加以限制时，往往称之为实施外汇管制（exchange control）。过去实行计划经济的国家都是进行外汇管制的；发展中国家大多曾经实施外汇管制。但实施外汇管制的政府，在自己的法令规章中，往往只用"管理"而并不出现"管制"的字眼。所以也可这样解释：严格的管理就是管制。事实上，在一般意义的管理与严格管制之间有许多过渡层次。这是"管理"、"管制"的字面所难以区分清楚的。

---

① "外汇人民币"，就字面上说，本币而又外汇，这是一个颇为奇特的概念。但在特定条件下确曾存在过。1968年开始，我国曾一度强调在进出口贸易中推行使用人民币计价结算。为适应这种需要，许多国家的银行在中国银行开立人民币账户，通过账户办理结算和支付。这种人民币账户的资金来源：一是外国银行用外汇买成的人民币；二是我国进口所支付的货款。所以，这种账户上的人民币存款具有外汇性质。为区别于一般的国内企业、单位账户上的人民币存款，通常把该账户上的人民币称为"外汇人民币"。

可兑换与不完全可兑换

对一个国家和地区，本币是否可兑换（convertibility），是外汇管理的重要内容。

一般来说，发达的市场经济国家实行本币与外汇的自由兑换，或称之为完全可兑换。大体是指：

——本币在境内可兑换为外汇；外汇可携出或汇出境外。

——本币可自由进出境。

——外汇可携入、汇入境内，并在境内兑换为本币。

——无论是居民和非居民均可在境内持有外汇；彼此之间可相互授受。

完全可兑换，并不等于不实施外汇管理。例如，无论实行怎样自由兑换的国家和地区，除去在特定的旅游点，通常都不准许在日常的交易中以外币标价、流通，等等。

实施外汇管制的国家，各该国的本币或是完全不可兑换的，或是不完全可兑换的。不完全可兑换，也即部分可兑换，大多是指这样的情况：在对外贸易、旅游、文教体育医疗朝觐、外事交往等方面，本币可以按规定条款兑换为外汇，而对货币资本的输出入则实行管制。概括的术语是经常项目（current account）的可兑换和资本项目（capital account）的不可兑换（inconvertibility）。关于经常项目和资本项目这两个术语稍微确切的含义，将在第十七章讲外汇收支时解释。

我国的外汇管理和人民币可兑换问题

新中国成立以来，长期实行严格的外汇管理。其基本内容是：

——在中华人民共和国境内，除法律、法令另有规定外，一切机构或个人的外汇收入，都必须卖给中国银行；所需外汇则由中国银行按照国家批准的计划或者有关规定卖给。

——禁止外币流通、使用，禁止私自买卖外汇，禁止以任何形式进行套汇、逃汇。

——国家单位和集体经济组织，非经管汇机构批准，不得私自保存外汇，不得将外汇存放国外，不得以外汇收入抵作外汇支出，不得借用、调用国家驻外机构以及设在外国和港澳地区的企业、单位的外汇，等等。

这是一种由政府对外汇进行统收统支体制，简称外汇统收统支制度。在这样的制度下，绝大部分外汇由国家集中、统一地分配、使用；而从可兑换性来说，人民币是完全不可兑换的货币。

在这样严格的外汇管理下，各企业、单位和个人收付外汇虽然保留着到银行

买卖外汇的形式，但其实质则是一种直接的计划分配。

在过去的集中计划管理体制下，实行外汇统收统支体制，是按照国家建设计划将有限的外汇资金集中统一用于保证重点建设之所必要。而由于这一时期的外贸经营由国家垄断，外汇由中国银行统一经营，因而也具备实行严格外汇管理的条件。

1979年经济体制改革以来，打破了外贸系统的中央垄断局面，扩大了地方、企业的自营外贸权；实行引进外资政策，从沿海逐步扩及内地，积极发展外向型经济。在这种情况下，不仅外汇收支规模急剧扩大，其内容也更趋多样化、复杂化。外汇管理的对象不只是国有企业、集体企业，还有外商投资企业、私营企业和个体经济；外汇收支除贸易收支外，还有资本流出入和个人外汇收支；不少企业面向国际市场，必须按照国际惯例经营。这样，外汇管理职能也必然要做出便利外汇收支的相应转变，以适应搞活、开放的要求。

伴随经济市场化的改革取向，我国的外汇管理体制的改革步幅不断加大。其基本线索可概括为：微观上逐步放开、搞活，宏观上改善调控，最终目标是实现人民币的完全可兑换。

开始一个阶段的具体过程如下：

——改革原有的外汇统收统支制度，实行外汇留成办法。1979年，为了调动创汇单位积极性、增加企业活力，国务院确定实行外汇留成制度。在外汇由国家集中管理、统一平衡、保证重点的同时，对有收汇的部门、地方、企业，按照收汇金额及规定的留成比例，分配给相应的使用外汇的指标，由其自行安排使用。这一改革举措将使用外汇与创汇能力挂钩，由此形成了中央直接分配与地方、部门、企业自主支配相结合的外汇分配体制。

——实行鼓励外商投资政策。就外汇管理来看，规定“三资”企业的外汇收支，只要属正常业务活动，均可自由收付；它们收入的外汇股金，借入的外汇贷款及出口外汇收入，可以事先不经中国管汇部门批准，在外汇平衡的前提下，从企业的外汇存款账户中支取汇出；也可以申请在港澳、外国开设账户，以备支付；“三资”企业之间也可自由调剂外汇，等等。

——突破了中国银行独家经营外汇的局面，形成多种金融机构并存的外汇经营体制。1979年10月在成立中国国际信托投资公司时，即批准它经营外汇业务；其后又陆续批准多家银行经营外汇业务，其中包括几家中外合资银行及外资银行。这在很大程度上便利了外汇的收支。

——放松对个人外汇的管理。原先允许国内居民持有外汇，但从国外汇入的汇款和个人创汇收入只能卖给银行，兑换成人民币，不准在银行开立外币存款账

户。从1985年起，银行开始开办国内居民外币存款业务，个人收入的外汇允许个人保留，并可按规定提取外汇或汇出。

进入上个世纪的90年代，国内经济体制改革在价格、企业制度、财政金融各个方面日益深化。适应对外开放的不断扩大，在十余年外汇管理体制改革的基础上，于1994年，外汇管理体制又进行了一次重大改革。

——在这次改革中，取消了外汇收支的指令性计划，以及原来的外汇留成、上缴和额度管理制度，改行银行结售汇制：境内所有企事业单位、机关团体的各类外汇收入依然必须及时调回国内，结售给外汇指定银行。这方面的管理虽然还相当严格，但企业的用汇条件却大大地宽松了：经常项目下对外支付所需的外汇，只要持有有效的进口合同和支付通知书等凭证，即可用人民币到外汇指定银行兑换外汇并进行支付。

——而后，外商投资企业的外汇买卖也全部纳人银行结售汇体系。这意味着外方投资者利润、利息、红利的汇出已无须国家外汇管理局审批。

——同时，对境内居民个人因私用汇，大幅度地提高了供汇标准，扩大了供汇范围，超限额或超范围用汇，经外汇管理局审核其真实性后也可由外汇指定银行供应外汇。

1996年底，外汇管理改革方面又迈出了重大的一步，即实现人民币在贸易等经常项目下的可兑换，达到了《国际货币基金协定》第八款的要求。在国际上，我国曾允诺在2000年成为第八条款国。由于总体改革的不断推进，特别是1994年外汇改革的成功，提前四年实现了允诺。需要指出的是，即使在经常项目可兑换方面也还有必要向前推进。其中主要是结汇还是强制性的；进一步的改革目标则是"意愿"结汇，即境内企事业单位和机关团体的各类外汇收人，是否结售给外汇指定银行，由收入外汇者自行决定。

至于资本项目的可兑换，这是货币完全可兑换的下一个目标。就目前看实施的条件还有待创造。方向是既明确又肯定的，但尚难有确定的时间表。

在外汇管理的改革中，还涉及外汇市场和汇率问题。汇率问题下节讨论；外汇市场问题的讨论在下一章。

第二节　汇率与汇率制度

汇　率

在第一章第四节已指出，国与国之间货币折算的比率叫汇率（exchange

rate)。汇率的表现形式是：以一国货币单位所表示的另一国货币单位的“价格”，因此又称汇价。一个国家通常要与许多国家发生贸易、非贸易等交往，所以，一国货币对许多种货币都要有一个汇率。不过，其中起主要作用的是对美元、欧元、日元等货币的汇率。

由于不止是国家有自己的货币，包括数国的区域，如欧元区，和非国家的地区，如香港，也有自己的货币，所以汇率还应有精确的界说。这属于更专业的领域。在本书中，把汇率粗略地理解为各种——不管是国家的、区域的、地区的——货币相互之间的折算比率或许就够用了。

汇率牌价表

世界各地，在银行、空港、车站、码头、旅店、商场等地，几乎到处可以看到汇率牌价（posted price）表。

表 5—1 列出的是一份我国人民币的外汇牌价表。

表 5—1 **外汇牌价**（人民币:100 外币）

2001 年 3 月 30 日

货币名称	现汇买入价	现钞买入价	卖出价	基准价
英镑	1 178.270 0	1 151.120 0	1 183.000 0	
港元	105.980 0	103.480 0	106.300 0	106.140 0
美元	826.550 0	807.100 0	829.030 0	827.790 0
瑞士法郎	478.080 0	466.830 0	479.510 0	
德国马克	372.930 0	364.150 0	374.050 0	
法国法郎	111.190 0	108.580 0	111.530 0	
新加坡元	458.700 0	448.120 0	460.530 0	
荷兰盾	330.980 0	323.190 0	331.980 0	
瑞典克郎	79.430 0	77.600 0	79.750 0	
丹麦克郎	97.680 0	95.430 0	98.080 0	
挪威克郎	90.830 0	88.730 0	91.190 0	
奥地利先令	53.010 0	51.760 0	53.170 0	
比利时法郎	18.081 0	17.655 5	18.135 4	
意大利里拉	0.376 7	0.367 8	0.377 8	
日元	6.677 5	6.523 6	6.704 2	6.768 2
加拿大元	525.400 0	513.290 0	527.500 0	
澳大利亚元	407.330 0	397.940 0	408.960 0	
西班牙比塞塔	4.383 7	4.280 5	4.396 9	
欧元	729.390 0		731.580 0	

续前表

货币名称	现汇买入价	现钞买入价	卖出价	基准价
芬兰马克	122.670 0	119.790 0	123.040 0	
澳门元	102.840 0	100.470 0	103.250 0	
菲律宾比索	16.740 0	16.350 0	16.810 0	
泰国铢	18.430 0	18.010 0	18.500 0	
新西兰元	337.770 0	329.980 0	339.120 0	

资料来源：国家外汇管理局网站。

从表 5—1 可以看到，银行买入某种外币 100 个单位要付出多少元人民币；银行卖出某种外币 100 个单位要收取多少元人民币。这就是人民币对各种外币的兑换比价。

由于汇率是变动的，所以汇率牌价表均明确标明日期。

直接标价法与间接标价法

这份人民币汇率表上的汇率，其表示方法叫直接标价法（direct quotation），即对一定基数（1 或 100 等）的外国货币单位，用相当于多少本国货币单位来表示。目前，世界上多数国家都采用这种标价法。

与直接标价法相对的是间接标价法（indirect quotation）。这是以一定数量的本国货币单位为基准，用折合成多少外国货币单位来表示。英国一直采用这一标价法，美国从 1978 年 9 月 1 日起也改用间接标价法。

目前国际各大金融中心多采用美元标价法，即以一定数量的美元为基准，计算应折合多少其他货币。其他货币间的汇率则可由对美元的汇率套算得出。这是因为美元是国际外汇市场上最主要的货币，交易量大，用美元标价法便于进行业务活动。

单一汇率与复汇率

在发达的市场经济国家，存在的是由市场机制形成的单一汇率（unitary exchange rate），即不论外汇的用途如何，汇率都是相同的。

复汇率，也叫多重汇率（multiple exchange rate），是指外汇管理当局根据不同情况和需要制定两种或两种以上的汇率。例如，分别对经常项目的贸易和非贸易交易，对贸易中的出口和进口，对不同种类的贸易和非贸易，规定不同的汇率。

复汇率是外汇管制的产物。我国在出现外汇调剂市场汇率之前，即实施完全

的官定汇率时，一直是实施复汇率制。复汇率可以体现政府对不同的国际经贸活动实行区别对待的政策意图。但另一方面，复汇率扭曲了汇率形成机制，不利于企业之间的公平竞争，容易引发别国的非议和报复，影响正常的国际经济合作。

官方汇率、市场汇率、黑市汇率

不实施外汇管制，汇率是通过市场机制形成的，就会存在单一的市场汇率(market exchange rate)。彻底全面的外汇管制，则只有官方汇率（official exchange rate)。部分管制、部分放开，则是官方汇率与市场汇率并存；至于以哪种汇率为主，则要视“管制”与“放开”孰为主导。通常，只有在管制为主的情况下，才有并存的局面；如果市场已经为主，管制也就难以维持了。我国在1994年外汇改革之前，有几年就是官方汇率为主，外汇调剂市场的汇率为辅。

汇率的黑市（black market）是在任何情况下都存在的。严厉的管制，必然逼出黑市；但如计划体制下的管制，由于外汇的来源与去路高度集中，黑市的规模终归有限。完全市场经济中也有黑市，如在洗黑钱的过程中一些外汇交易也是不能公开进行的。黑市汇率成为影响经济进程的不可忽视的因素，主要是出现在这两极之间，特别是发生在近十几年间的经济转轨的国家之中。严重时，一方面是官方汇率严重脱离经济生活实际，另一方面则一时还没有培育出规范的市场汇率形成机制，这时黑市汇率完全可以在调节外汇交易中居主导地位。

浮动汇率与固定汇率

汇率制度，曾经粗略地分为两类：固定汇率（fixed exchange rate）和浮动汇率（floating exchange rate)。在第一章已提及这两个术语。

固定汇率，是第二次世界大战后较长时期所实行的一种汇率制度。当时许多资本主义国家参加国际货币基金组织，该组织规定：美元与黄金挂钩，其他国家货币与美元挂钩，并与美元建立固定比价；有关国家货币汇率只能在一定幅度内波动，超过规定的上、下限，该国中央银行有义务进行干预，使汇价保持在规定的幅度之内。

浮动汇率制度则是在1971年和1973年美元连续两次贬值，固定汇率制度难以继续维持之后，多数资本主义国家改行的一种制度。其基本点是各国对汇价波动不加限制，听任其随市场供求关系的变化而涨跌；各国中央银行只是根据需要，自由选择是否进行干预以及把汇价维持在什么样的水平上。在实际经济生活中，政府对于汇率通常或多或少会加以适度调节，不进行任何有目的的干预是少见的。干预方式可以是直接参与外汇市场活动，进行外汇买卖；也可以是通过调整国内利

率水平等手段进行间接调节。这类情况被称为管理浮动（managed float）。

那时，在介乎固定汇率与浮动汇率之间还有一种联合浮动汇率制度。1973年，西欧“共同市场”的六个成员国实行联合浮动，即成员国货币之间实行固定汇率，对相互间汇率波动的幅度规定不得超过的上下限，而对成员国之外的其他货币的汇率则实行自由浮动。

还有一些发展中国家，由于自己经济实力的限制，无法使本国货币保持稳定的汇率水平，而采用一种钉住汇率制度（pegged exchange rate regime）。这就是把本国货币与本国主要贸易伙伴国的货币确定一个固定的比价，随着某一种或几种货币进行浮动。

自上个世纪70年代之后的发展过程中，汇率制度的演变五光十色。1999年以来，IMF[①] 对世界各国的汇率安排作如下分类：

（1）无法定货币的汇率安排，具体指类如实施欧元币制的国家以及根本无自己法定货币的国家和地区。

（2）货币局制度。

（3）其他常规的固定钉住（fixed peg）汇率安排；名义是管理浮动而实际钉得很死的汇率制也视为固定钉住汇率。

（4）在水平带内的钉住（pegged within horizontal bands）。

（5）爬行钉住（crawling peg）。

（6）爬行带内的浮动。

（7）不事先公布干预途径的管理浮动。

（8）独立浮动。

在第一章国际货币体系一节中已叙及这方面的部分情况。

人民币汇率制度

我国现行的汇率制度属管理浮动类型。正式表述，是以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制。这是1994年外汇体制改革建立起来的。

“单一的”，是确定要把改革前的官定汇率和外汇调剂市场汇率合而为一而言的。这一目标很快就实现了。

“以市场供求为基础的”、“有管理的浮动”，其主要内容包括：（1）指定准许经营外汇的银行，称外汇指定银行（designated foreign exchange bank），在全国外汇交易中心（China Foreign Exchange Trading Center），按市场交易规则买卖外

① IMF：International Financial Statistics.

汇；（2）汇率波动超过政府认定的一定幅度，中国人民银行通过买卖外汇入市干预；（3）根据前一日银行间外汇交易市场形成的价格，中国人民银行公布当日人民币对美元及其他主要货币的汇率；（4）各指定准许经营外汇的银行以此为依据，在中国人民银行规定的浮动幅度内自行挂牌，对客户买卖外汇。

以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制，在其开始实施的1994、1995两年，人民币是升值的，两年共升值5%强。"浮动"的特点明显。1996年和1997年，依然升值，但每年升值幅度仅千分之一二。东南亚金融危机爆发之后，汇率波动均在千分之一之内。因而，我们自己虽然仍说是管理浮动，但世界上则把人民币的汇率归之为固定钉住汇率的范围之内；国际货币基金组织则特别把中国的汇率安排划入该组织上述分类的第（3）项。

第三节　汇率与币值、汇率与利率

货币的对内价值与对外价值

币值是一个常用的概念，泛指货币具有的购买能力。在第一章指出，它相当于物价的倒数。在引入汇率概念后，我们看到，一国货币的币值还可以用另一国的货币来表示。前者习惯上称为货币的对内价值（internal value of exchange），后者习惯上称为货币的对外价值（external value of exchange）。

从理论上说，两种货币所以能相互兑换，在于具有共同的基础，即它们分别作为货币都有其流通、行使的领域，在这个领域中可用以购买，用以支付。换言之，不同种的货币，由于均具有其对内价值这个同一的、可比的基础，所以才能相互兑换，才有决定兑换比率的依据。这涉及"购买力平价"理论，下一节将作讨论。

同时，外汇作为外汇市场上的一种商品，存在着由于种种原因而引起的供求对比变化。一种货币，当其在外汇市场上对某种或某些种其他货币处于供不应求的局面时会升值，即可用相对较少的量换入在此之前同等数量的某种或某些种其他货币；反之，当一种货币在外汇市场上对某种或某些种其他货币处于供过于求的局面时会贬值，即只有用相对较多的量才能换入在此之前同等数量的某种或某些种其他货币。简言之，外汇供求对比的波动必然引起汇率的相应波动。至于解释外汇供求对比变动原因的理论更为多样，也将在下一节讨论。

不同种货币有可比的基础，而不可避免的供求变动又使汇率不仅仅决定于货币对内价值这惟一的因素。这就导致一国货币对内价值与对外价值有可能在较长

时期有较大幅度的偏离。

在我国,上个世纪 90 年代中期,一方面是严峻的通货膨胀,人民币在国内的明显贬值,而与之同时,人民币在对外币的关系中却持续受到升值压力。见表 5—2。

表 5—2　　1994—1997 年人民币对内价值与对外价值动态

	通货膨胀率(按消费价格指数)	美元汇价(12 月份)	对内价值(年贬值率)	对外价值(年升值率)
1994	124.1	870.00 (年初); 844.62 (年末)	-19.47	3.55
1995	117.1	831.56	-14.67	1.57
1996	108.3	829.90	7.67	0.12
1997	102.8	827.96	-2.73	0.23

资料来源:各年《中国统计年鉴》、《中国金融年鉴》。

在美国,上个世纪 80 年代初的经济运行亦呈现高通货膨胀与高汇率并存的态势。80 年代中期,英镑则同样经历过国内贬值而对外"虚胖"的反差。

所以,单纯以货币的对内价值为依据观察其对外汇价,有其局限之处。当然,货币价值长期的内外严重偏离,往往都有深刻的经济背景和制度背景。至于它将产生的重大宏观经济影响则需另作探讨。

名义汇率与实际汇率

这是与通货膨胀——当然也应包括通货紧缩——相联系的一对概念。

显然,在黄金退出流通特别是非货币化之后,名义汇率(nominal exchange rate)与实际汇率(real exchange rate)的区分是极为相对的。设两种货币均无通货膨胀的背景,这时它们之间的汇率自可视为实际汇率。假如一种货币由于通货膨胀而对内贬值,或两种货币均由于通货膨胀而对内贬值但贬值的程度不一样,由此引起的变化了的汇率,称之为名义汇率也顺理成章。然而,在近几十年的实际生活中,无通货膨胀(包括无通货紧缩)的设定,无宁说用于理论分析的意义大于实际意义。

从实际分析的角度,有用的是相对于某一时点,测算通货膨胀对汇率变动的影响程度。

汇率与利率

在开放经济条件下,不论实行哪样的汇率制,汇率与利率都存在紧密的联系。

当两个对外开放的市场经济国家,如果利率水平有差别,货币资本就会从利

率水平偏低的国家流向利率水平偏高的国家。只要两方面的日拆利率水平有万分之零点一的差别，把10亿美元转移到利率高的国家，每天在利息收入方面就有1万美元的进账。当然要有费用支出。但在当今，大额的资金转移是既便利又便宜的。如果利率真的引起大量资本在国际之间的转移，外国资本流入的国家，外汇供过于求，本币升值；本国资本流出的国家，外汇供不应求，本币贬值。汇率波动，则有可能影响经济。如实施的是钉住汇率，那就要货币当局调节外汇供求。但对此并非任何时候都有足够的力量给予保证的。所以，实施钉住汇率的国家和地区，在利率上只能跟着钉住货币的那个国家的利率水平走。这涉及宏观平衡的问题，在第四篇还要论及。

实行外汇管制，是可以隔开利率与汇率的联系的。但必须是最严厉的管制。只要留有通道，不论是合法的还是非法的，它们之间的联系就可显现。以我国上个世纪90年代中期以后的几年为例。在这期间的利率情况是：由于从通货膨胀受到抑制进而转入通货紧缩，人民币存贷款的名义利率相应一再下调。其间，1年定期居民储蓄利率从1996年10月23日以前的7.47%逐步下调，到1999年6月10日下调到2.25%。而同一期间，美国在通货膨胀的压力下，联邦基金利率一直维持在5%左右，2000年中竟高到6.5%。相应地，中国的银行外币存款利率也不能不维持在一个高的水平上。从表5—3可明显看出，同在中国境内，人民币的存款利率与外币的存款利率颇不一致的走势：人民币存款利率的变动直接受通货膨胀、通货紧缩的形势所制约，而外币存款利率的变动则显然与外国的利率走势紧密相关。

表5—3　　1996—2002年本币储蓄利率和居民美元存款利率变动比较

调整日期		1年定期 居民储蓄法定利率	美联储 联邦基金利率	中国银行1年定期 居民美元存款利率
1996	1-31		5.25	
	8-13	7.47		
	10 23	5.67		
	年底			4.937 5
1997	3-25		5.50	
	7 1	4.77		
	年底			5.000 0
1998	9 29			5.25
	10-15		5.00	
	11 17		4.75	
	12 7	3.78		

续前表

调整日期		1年定期 居民储蓄法定利率	美联储 联邦基金利率	中国银行1年定期 居民美元存款利率
	12 28			3.750 0
1999	6 - 10	2.25		
	6 - 30		5.00	
	8 - 24		5.25	
	9 - 2			4.4375
	11 - 15		5.50	
2000	2 - 2		5.75	
	3 - 21		6.00	
	5 16		6.50	
	5 29			5.000 0
	9 21			5.500 0
	10 - 23			5.000 0
2001	1 - 3		6.00	
	1 - 13			4.125 0
	1 31		5.50	
	2 - 7			3.812 5
	3 - 20		5.00	
	3 - 29			3.437 5
	4 18		4.50	
	5 - 1			3.000 0
	5 - 15		4.00	
	5 - 23			2.687 5
	6 27		3.75	
	7 5			2.500 0
	8 - 21		3.50	
	9 - 17		3.00	
	9 - 22			2.000 0
	10 - 2		2.50	
	11 - 6		2.00	
	11 - 12			1.250 0
	12 - 11		1.75	
2002	2 - 21	1.98		
	11 6		1.25	
	11 - 19			0.812 5

资料来源：各年《中国金融年鉴》、有关金融的新闻消息。

中国的银行之所以不得不把外币存款利率维持在一个高的水平上，显然的原因就是，不如此，中国的居民就不会愿意把外汇存入中国的银行。但是，当人民币的存款利率与外币的存款利率存在明显差异时，就是在国内也刺激了套利的冲动。在2000年前后，美元的存款利率较之人民币的存款利率要高出2～4个百分点。很显然，把人民币储蓄存款提出来，换成美元并存美元存款，是有较大收益的。由于在国内，这样的兑换还不能自由进行，于是，美元黑市的行情上涨。有一段时间，黑市高于外汇中心的牌价，这就是其中的原因之一。

第四节　汇率的决定

汇率决定，是汇率理论中的核心问题，也是一个极为复杂的问题。不少西方经济学者从各种不同角度加以分析说明，形成多种学说。

以金铸币流通为背景的汇率决定理论

金铸币流通的背景早不存在了，在这样背景下的汇率理论，其具体论断已无意义。但考察这一问题的思路到今天还是概莫能废的。

首先是考察可比的基础。两种铸币之所以可比，是由于都由金所铸成：把两种铸币所含的金量加以比较，是极容易算出比例来的。这个比例叫铸币平价(mint parity)或金平价(gold parity)。比如，在1929—1933年世界大危机之前，英镑所含金量是113喱（合0.648克），美元的含金量是23.22喱，所以英镑与美元的铸币平价是：

1英镑＝4.8665美元

铸币不存在了，金不再是可比的基础。但“可比”依然是根本性的要求。否则，汇率也无从存在。

其次是考察外汇的供求。是外汇供求使汇率离开铸币平价而波动；要预测汇率波动的趋向，勿宁说首要的是剖析外汇供求的走势。直到今天，多么高深的汇率理论也摆脱不了外汇供不应求决定本币承受对外贬值压力和外汇供过于求决定本币承受对外升值压力这一基本判断。

再次是考察制约汇率波动幅度的因素。

在铸币流通时，人们在国际交往中也主要不是直接在国际之间用运送沉重的铸币或金块履行支付义务。由于外汇，如本章一开始再次解释界说时所指出，主要体现为外币的债权债务，所以讲外汇供求实际是指外币债权与外币债务的供

求。当这样的供求所引起的汇率波动超过一定幅度时，贵金属铸币流通本身的制约机制就会起作用。

在结清国际间的应收应付，不用金铸币或金块而用债权债务的转移，是因为费用低得多：用铸币，有运送费用，有熔化为金块和再铸造的费用，而债权债务凭证的传递只需邮递费用、电报电话费用之类。此外还有：债权债务凭证的传递所需的时间省得多，安全保障大得多，等等。但如果汇率的波动过大，以致超过运送和熔铸贵金属所可能节省的费用，那么，就不会再去购买外汇。所以，以金本位为背景，论证了黄金输送点（gold transport point）的规律，即汇率波动的范围不超过：

铸币平价±输送黄金相关的费用

上面举例，金本位时英镑与美元的铸币平价是1英镑=4.866 5美元。如果直接运送黄金的费用是1%，即运送1英镑黄金的费用是0.048 7美元(4.866 5×1%)，那么如果英镑升值、美元贬值，汇率超过1英镑=4.915 2美元（4.866 5+0.048 7），美国付款人就不会去买英镑外汇而宁愿向英国运送黄金；如果英镑贬值、美元升值，汇率跌到1英镑=4.817 8美元（4.866 5-0.048 7）之下，英国付款人就不会去买美元外汇而宁愿向美国运送黄金。

黄金输送点的理论早已失去了现实意义，但制约汇率波动的问题，如不存在黄金流通条件下经济过程本身是否依然存在自我制约的因素，如对汇率的强制行政管制如何评价，如货币当局的市场干预可能取得怎样的效果，如此等等都还是具有重要理论与实践意义的课题。

国际借贷说

国际借贷说（theory of international indebtedness），也称国际收支说，是在金本位制度盛行时期流行的一种阐释外汇供求与汇率形成的理论。该说由英国银行家G.L.戈森所提出。他认为，外汇汇率变动系由外汇供求对比变动所引起，而外汇供求状况又取决于由国际间商品进出口和资本流动所引起的债权债务关系。在国际债权债务关系中，主要是一定时期之内需要及时支付的流动债权债务才影响该时期的外汇供求状况。当一国的流动债权（current claim），即外汇应收，多于流动负债（current liability），即外汇应付时，外汇的供给大于需求，因而外汇汇率下跌；当一国流动负债多于流动债权时，外汇的需求大于供给，因而外汇汇率上升。这一学说中的所谓的国际债权债务，实际是指国际收支，因而又称国际收支说（theory of balance payment）。这一学说探讨了国际收支对汇率变动的影响，但是未触及汇率决定的基础，也没有分析影响汇率变动的其他一些重要

因素。

国际收支说，在上个世纪 80 年代，由美国学者 V. 阿尔盖建立了如下的理论模型：

国际收支的均衡条件是经常项目差额等于资本项目差额。如用 C_a 表示经常项目差额、用 C_p 表示资本项目差额，则有：

$$C_a = X - M = f_1(Y_f, P_d, P_f, r) - f_2(Y_d, P_d, P_f, r)$$

式中，X——一国出口；

M——一国进口；

Y_f——外国国民收入；

Y_d——本国国民收入；

P_d——国内价格水平；

P_f——国外价格水平；

r——现汇汇率。

$$C_p = g\left(i_d, i_f, \frac{r_e - r}{r}\right)$$

式中，i_d——本国利率；

i_f——外国利率；

r_e——未来汇率的预期值。

当 $C_a + C_p = 0$ 时，国际收支处于均衡状态。这时所决定的汇率即均衡汇率。故均衡汇率可以表示为：

$$r = h(Y_d, Y_f, P_d, P_f, i_d, i_f, r_e) \tag{5·1}$$

这个函数式说明，均衡汇率是由国内外国民收入、国内外价格水平、国内外利率水平以及人们对未来汇率的预期值等因素综合决定的。

购买力平价说

这是一种有很长历史且影响深远的汇率理论，由瑞典学者 G.Gassel 提出。它的中心思想是，人们所以需要外国货币，无非是因为外国货币具有在国外购买商品的能力。同时，提供本国货币，也是提供一种购买力。因此，两种货币的汇率应由两国货币购买力之比决定。而货币购买力实际上是一般物价水平的倒数，所以，汇率实际是由两国物价水平之比决定。这个比被称为购买力平价（PPP，purchasing power parity），可表示为以下两个公式。

$$\text{绝对购买力平价：} r = \frac{P_A}{P_B} \tag{5·2}$$

式中，P_A 为 A 国物价总指数；P_B 为 B 国物价总指数；汇率 r 为两国物价总指数之比。

$$相对购买力平价：r_1 = r_0 \frac{P_{A1}/P_{B1}}{P_{A0}/P_{B0}} \qquad (5\cdot3)$$

式中，r_0 为基期汇率；r_1 为某一时期汇率；P_{A0}、P_{B0}和 P_{A1}、P_{B1}分别为 A、B 两国在基期和某一时期的物价指数。在这里，汇率 r_1 反映两国相对物价指数变化之比。

这一学说是论证不同货币之间为什么可以比较的外汇理论。它与铸币平价说是同时存在的。之所以能够存在，是因为含金量同等的铸币并不必然有同等的"购买力"。在现代不兑现的信用货币制度下，一国货币所代表的价值首先是以它所代表的购买力来表明。所以，在铸币平价说退出之后，购买力平价说则依然存在。

当这一学说与铸币平价说并存时，它是以货币数量论而不是以含金量来论证货币购买力的。这样的理论分歧可在研究理论经济学和经济学说史时讨论。在这里要强调指出的是，从其开始存在直至今天，核心的矛盾是：这一学说要以两国的生产结构、消费结构以及价格体系大体相仿为限制条件。具备这些条件，两国货币购买力的可比性较为充分；不完全具备这些条件，两国货币购买力的可比性则较小。

货币作为"一般"的等价物，是面向所有商品的，货币的汇率也不可能是一个商品一个汇率。在经济发达程度相差不大的国家间，一般说来，商品价格结构的差异不大，主要是在价格总水平上不同。在这种情况下，汇率的确定相对容易。比如某国用本国货币所标示的大多数商品的价格与另一国用该国货币所标示的同类商品的价格有一个大体的比例，假定为 1:4，那么把该国的货币与另一国货币的汇价定为 1:4，就可以起到把两国不同物价水平衔接起来的作用。固然，在这些国家中商品价格结构也会有些差异。例如某种商品在这个国家较贱，而在另一个国家较贵。但只要是价格差异的面和差异幅度较窄，影响就不大。而且正是由于部分商品价格结构差异的存在，才会促进双方发展对外贸易，各自从中获得比较利益。

反之，在经济发达程度相差较大的国家间，例如西方发达资本主义国家与多数发展中国家间，商品价格结构差异的面很宽，持续时间也长。一般地说，发展中国家农副产品、初级产品和劳动力价格较低，工业制成品价格较高；而西方发达国家的情况则正相反。怎样通过汇率把这种结构差异衔接起来就成为一个复杂的问题。我国作为发展中国家的一员，面临的也是类似的难题。

例如，在1983—1985年间，关于人民币汇率是高估还是低估有一场讨论。"低估论"主要认为，人民币的汇率应该以国内外生活费用的对比作为基准来确定。具体说，就是以等量的基本生活资料如粮食、蔬菜、水电、住房、日用生活品及服务等作为标准，求出这类消费品国内外价格对比情况并据以确定人民币的汇率水平。在我国，这类消费品价格水平远比西方国家低，如果以这类消费品价格对比来衡量，人民币汇率确是被低估了。"高估论"认为，应从进出口商品国内外价格对比来衡量。当时我国出口商品中不少品种的出口成本高于按人民币汇率所能换回来的收入，从而出现较大的出口亏损。以此为据，则认为人民币汇率定值的确偏高了。很显然，要用一个汇率统一这两种论辩是不可能的。在实施外汇管制并由国家制定汇率时，依据进出口是外汇收支的主项，特别是出口，不仅是进口的基础，也是吸收外资和引进技术的后盾，解决这样矛盾的可行途径也只能是在汇率的确定上采取促进进出口，尤其是出口，和兼顾其他的方针。

下面还将举例说明购买力平价说的矛盾。但无论如何，货币购买力终归还是一个可比的基础。

汇率与购买力平价在计算人均GNP中的差异

世界银行逐年计算以美元统一表示的世界各国的人均GNP。各国的GNP是以各该国的本币统计的，因而有个换算为美元的问题。换算采用两种方法：一是按汇率折算；二是按购买力折算。两者的差异极大。图5—2（a）、图5—2（b）是依世界银行对1999年的统计所绘制的两个图：

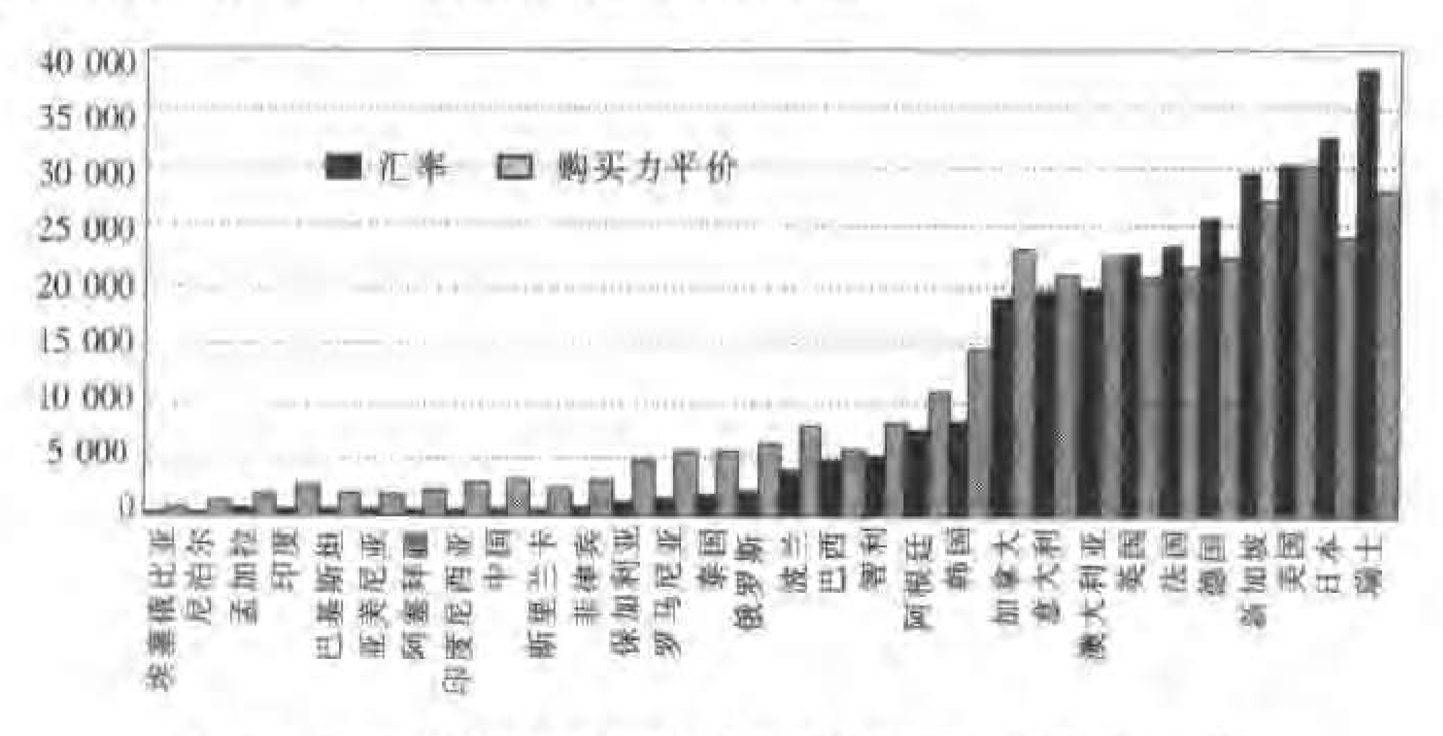


图5—2(a) 按汇率换算和按购买力平价换算为美元表示的人均GNP

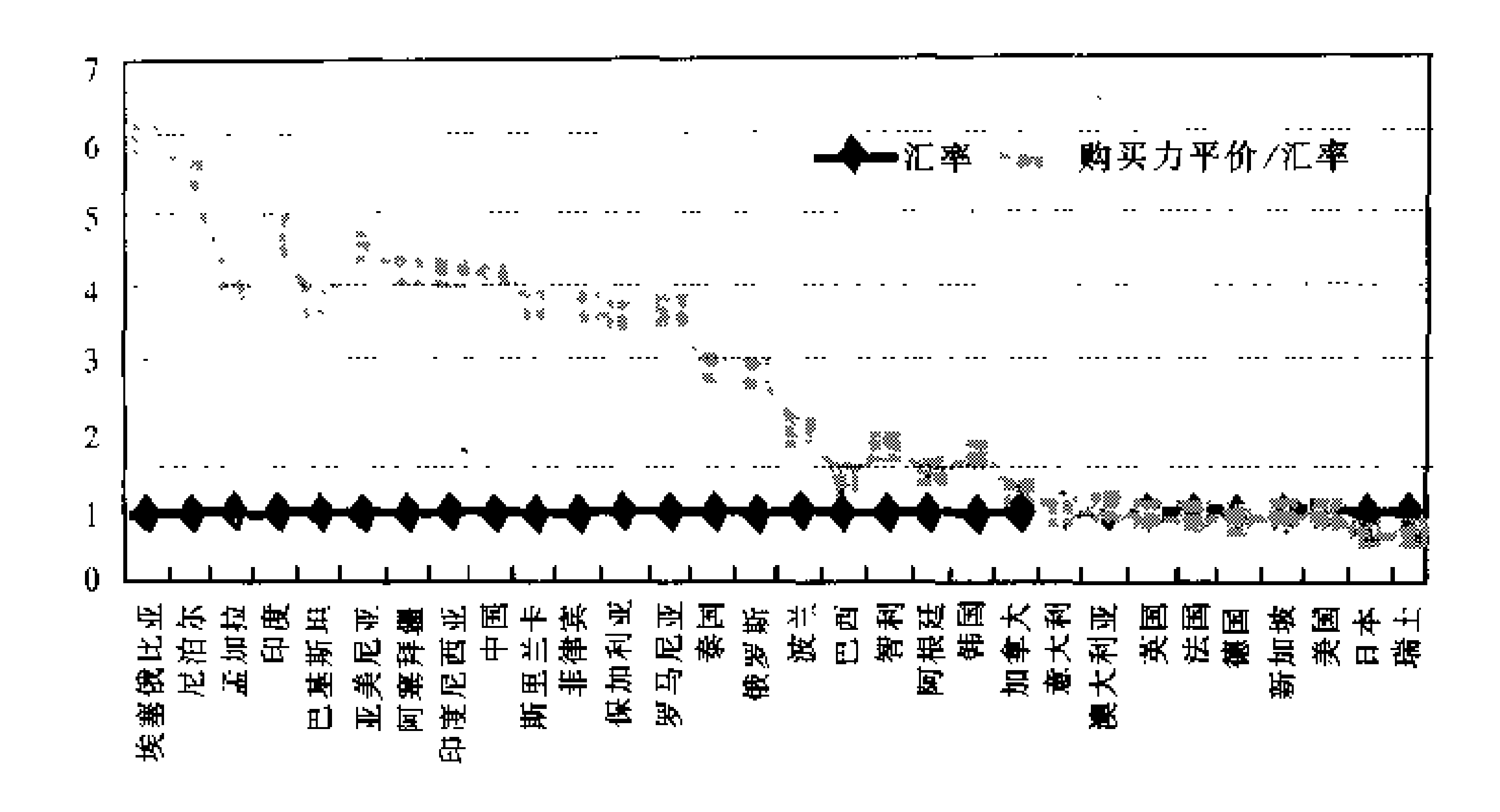


图 5—2 (b) 按购买力平价计算的人均 GNP 同按汇率计算的人均 GNP 之比

资料来源：世界银行《2000—2001 年世界发展报告》。

从图 5—2 (a) 可以看出，低收入国家，按购买力平价计算的人均 GNP 明显高于按汇率计算的人均 GNP；而高收入国家，两种计算方法的结果则差异不大，甚而按购买力平价计算的人均 GNP 在有些国家还偏低。图 5—2 (b) 则是以按汇率计算的人均 GNP 为基准，看看两者的差异。走势也十分明显：收入越低，差异越大。其中中国，按购买力平价计算的人均 GNP 同按汇率计算的人均 GNP 之比是：

US＄3 291∶US＄780＝4.22∶1

即按购买力平价计算的人均 GNP 是按汇率计算的人均 GNP 的 4.22 倍。

假设我们以人民币为统一计量标准，那就会是相反的情景：高收入国家，按购买力平价计算的人均 GNP 明显低于按汇率计算的人均 GNP；而低收入国家，两种计算方法的结果则较为接近。至于以按汇率计算的人均 GNP 为基准看两者的差异，必然是收入越高，两种计算方法的差异越大。

这样的统计显示，当国与国的生产结构和消费结构以及价格体系大体相仿时，用购买力平价可以较为接近地说明汇率的状况；而当国与国的生产结构和消费结构以及价格体系差异较大时，要用购买力平价来说明汇率的走势则较为困难。

汇兑心理说

汇兑心理说（psychology theory of exchange rate）是从人的主观心理角度对汇率进行分析。它是法国学派提出的，代表人物为 Alfred Aftalion。他以法国情况为背景，提出在经济混乱的情况下，汇价变动与外汇收支，与购买力平价的变动并不一致；这时，决定汇率的最重要因素是人们的心理判断及预测。各个人对外币有不同的主观评价，而影响主观评价的因素包括对国际收支、政府收支、资本流动、外汇管制措施等多方面的预测评价。

汇兑心理说突破了汇率由外汇收支和购买力平价决定的论述，并引入了人们心理因素的作用。特别是在经济不正常的情况下，人们心理预期确有一定的影响作用。不过这一学说过分强调主观心理因素，而实际上人们心理预期离不开特定的客观环境，并不是完全捉摸不定的。

汇率理论的发展

以上几种学说可以说是古典的、传统的汇率理论。

上个世纪 70 年代以来，汇率决定理论有了很大发展。现代汇率理论不同于传统汇率理论的主要之处，是着重从资本流动和货币供应的角度进行分析。这是以下述国际经济条件变化为背景的：(1) 各国对资本流动的管制逐步放松，金融市场日益国际化，国际资本流动已构成影响国际收支的重要因素；(2) 在各国经济日益开放的情况下，汇率变动与国内的利率、货币量、国民收入水平等联系加强，相互影响、相互制约；(3) 各国实行浮动汇率制度，汇率波动大，市场因素的影响加强。

下面介绍其中几种主要的汇率理论。

货币分析说

货币分析说（monetary approach）是以购买力平价理论为基础加以发展的。其倡导者是 H.G. 约翰森。

按照货币数量论的剑桥方程式（关于剑桥方程式将在第十三章讲述），两国货币供给量可分别表示为：

——本国货币供给量：$M = kPY$；

——某外国货币供给量：$M_1 = k_1 P_1 Y_1$。

式中，P 和 P_1 分别为本国与某外国的物价水平；Y 和 Y_1 分别为本国和某外国国民生产总值；k 和 k_1 分别为本国和某外国货币供应量的系数；M 和 M_1 分别为本国和某外国货币供应量。

按购买力平价公式，可得：

$$r = \frac{P}{P_1} = \frac{M/kY}{M_1/k_1Y_1} = \frac{M}{M_1} \cdot \frac{k_1Y_1}{kY} \tag{5·4}$$

货币分析说认为汇率要受两国货币供给量的制约，从而把汇率与货币政策联系起来。这一学说强调货币的作用，并试图从国内国外货币流通统一的角度去分析，有其一定意义。它的缺陷在于：过分依赖货币数量论；强调了货币的作用，却把贸易收支和商品市场置于次要地位。

金融资产说

作为一种汇率理论，金融资产说（portfolio theory of exchange rate determination）是在上个世纪70年代兴起的，并受到西方理论界的重视。这一时期国际资本大量流动，金融市场向国际化发展，金融资产也日趋多样化。特别是实行浮动汇率制以后，由于利率、国际收支、通货膨胀等各种因素的变动，各国货币的汇率经常变化不定。这样，投资者选择持有哪一种外币金融资产（包括货币和有价证券等）就成为至关重要的问题。投资者要根据经济形势和预期，及时调整其外币资产的比例，从而往往引起资金在国际间的大量流动，并对汇率产生很大影响。

这一学说不像货币分析说那样，只着重于货币和货币供给的分析，而且还把视野扩大到货币以外的其他各种金融资产供求的分析，反映了客观生活的现实矛盾。它的局限性也在于轻视贸易收支和商品市场的作用，而贸易收支和商品市场对汇率变动的长期趋势依然有着重要影响。

以上只是对汇率理论发展的粗略介绍。从各家学说中，可以得到两点启发：(1) 随着各国经济和世界经济的发展，影响汇率的因素也不断增多，因而汇率理论也在发展和充实。现代汇率理论正趋于相互渗透，趋于综合化。这也指明，一国在确定本币汇率水平和汇率政策时，不应是一成不变的。(2) 在日益增多的影响汇率变动的诸因素中，需要把握其变动的基本的、长期的因素和短期因素，进行综合分析。从货币本身属性看，汇率是反映两国货币分别代表的价值之比，这是它们可比性的基础。但在实际经济生活中，由于供求、利率、政治等各种因素的影响，由于国与国的经济条件存在差异，市场汇率有可能以极大的幅度或偏高或偏低。特别是在国家政策干预下，这种偏离可以持续相当长的时间。

第五节 汇率的作用与风险

汇率是一项重要的经济杠杆，其变动能反作用于经济，对进出口、物价、资本流动和产出都有一定的影响。

汇率与进出口

一般地说，本币汇率下降，即本币对外的币值贬低，能起促进出口、抑制进口的作用；若本币汇率上升，即本币对外的币值上升，则有利于进口，不利于出口。其影响过程可举例说明：

设有一种玩具，在中国的出口成本是 7.50 元人民币；出口到美国，可卖 1 美元。按 1 美元对人民币 8.27 元的汇率，可把在美国销售的 1 美元在国内换成 8.27 元人民币。那就是出口一件这种玩具可赚人民币 0.77 元（8.27－7.50），利润率是 10.27%。[①] 如果人民币相对于美元贬低了，1 美元不是换 8.27 元人民币，而是换 8.55 元人民币，那么，这时出口一件这种玩具则可赚人民币 1.05 元（8.55－7.50），利润率升至 14.00%。利润率提高了，自然就会调动出口商的积极性。本币贬值对进口可能给予的影响，本币升值对进口、对出口可能给予的影响，均可用类似的例子说明。

然而，汇率变化可能给予进出口的影响，必须有一个伴随的条件，即进出口需求有价格弹性——进出口品价格的变动对进出口品的需求会有所影响。

援引上例，当人民币对美元的汇率从 8.27 元变为 8.55 元时，中国的出口商是有了扩大出口的积极性。但要美国进口商同时有增加进口的积极性，那就需要这种玩具在美国的销售价格降低并从而扩大销路。在美国降低销售价格的空间是存在的。假如降到 0.97 美元，可换回人民币 8.29 元，利润率是 10.58%，还是大于 10.27%。问题是销售价格的降低能否扩大销路，即增大进口需求？如果是肯定的回答，人民币对美元贬值有利于刺激出口的可能性变成现实；如果是否定的回答，人民币对美元贬值有利于刺激出口的可能性则实现不了。就玩具这类商品来说，价格弹性多少是存在的。但在进出口中，没有价格弹性的商品也在所多见。

概括地说，如果进出口需求对汇率和商品价格变动的反应灵敏，即需求弹性

① 为了简化，把运费、关税及其他税费和开支均抽象掉了。

大，那么，一国汇率下降和相应降低出口商品价格，可以有效刺激出口数量；而由于进口商品国内价格上涨，则可以有效抑制对进口商品的需求，从而减少进口数量。通常认为，如果出口商品需求弹性与进口商品需求弹性之和大于1，则汇率下降可以改善一国的贸易收支状况。

就出口商品来说，还有一个出口供给弹性的问题，即汇率下降后出口商品量能否增加，还要受商品供给扩大的可能程度所制约。

汇率影响进出口的论断是大家最为熟悉的论断。但在引用这一论断时却极易忽略这一论断的前提，即“其他条件不变”。

在实际生活中，汇率对进出口的作用主要是通过国际市场上的竞争实现的。以一国货币对内购买力不变而对外汇率下降为例，由于该国出口商可从汇率贬值中得到额外利润，而额外利润提供了调低出口品在外国市场上价格的可能空间，这就增大了在国际市场上的竞争力并从而有可能扩大自己在市场上的占有份额，增加出口。但这也要以竞争对手“不变”，即未采取或尚未来得及采取应对措施为条件。当竞争对手通过贬低本币汇率等措施加以反击时，竞争力的优势即不复存在。

汇率与物价

汇率变动影响进出口的同时也对物价产生影响。

从进口消费品和原材料来看，汇率下降要引起进口商品在国内的价格上涨。至于它对物价总指数影响的程度则取决于进口商品和原材料在国民生产总值中所占的比重。反之，本币升值，其他条件不变，进口品的价格有可能降低，从而可以起抑制物价总水平的作用。

从出口商品看，汇率下降有利于扩大出口。但在出口商品供给弹性小的情况下，出口扩大会引发国内市场抢购出口商品并从而抬高出口商品的国内收购价格，甚者，有可能进而波及物价总水平。

如果某种或某些种出口品由于汇率下降并引起国内收购价格的提高，那么，对于这种或这些种出口品，汇率降低刺激出口增加的作用将会部分地乃至全部被抵消。援引上例，当人民币相对于美元贬低了，1 美元不是换 8.27 元人民币，而是换 8.55 元人民币，如果该种玩具的国内出口成本没有变，依然是 7.50 元，那么利润率从 10.27%提高到 14.00%，自然会调动出口商的积极性。可是假如出口商竞相收购该种玩具，以至把出口成本提高到 7.754 元人民币，这时出口一件这种玩具可赚人民币 0.796 元（8.55 - 7.754），利润率依旧，仍然是 10.27%。这就意味着物价的变动抵消了汇率变动的作用。

汇率的变动导致物价总水平的波动，其后果就不仅限于进出口，而是将影响整个经济进程。比如一个依靠进口粮食的国家，如果进口粮价因本币贬值而上涨，那不仅会引起物价总水平的提高，而且还会增加社会矛盾。由此可见，单纯从进出口角度考虑汇率政策是不够全面的。

汇率与资本流出入

汇率的变动对长期资本流动的影响较小。由于长期资本的流动主要以利润和风险为转移，在利润有保证和风险较小的情况下，汇率变动不致直接引起巨大的波动。

短期资本流动则常常受到汇率的较大影响。当存在本币对外贬值的趋势下，本国投资者和外国投资者就不愿持有以本币计值的各种金融资产，并会将其转兑成外汇，发生资本外流现象。同时，由于纷纷转兑外汇，加剧外汇供求紧张，会促使本币汇率进一步下跌。反之，当存在本币对外升值的趋势下，本国投资者和外国投资者就力求持有以本币计值的各种金融资产，并引发资本的内流。同时，由于外汇纷纷转兑本币，外汇供过于求，会促使本币汇率进一步上升。

汇率与产出和就业

汇率的变动既然能够影响进出口、物价和资本流出入，不难看出，它对一国的产出和就业也会产生重要作用。

比如，当汇率有利于刺激出口和抑制进口时，那就会由于出口品生产的增长和进口替代品生产的增长而带动总的生产规模扩大和就业水平的提高。同时，由于生产出口品和进口替代品行业的利润增长，甚而会引起一国生产结构的改变。相应地，不利的汇率如使出口急速缩减，而该国的出口又关系整体经济的发展，那会给生产和就业带来极大的困难；不利的汇率如使进口增长，严重时则会冲击本国的生产并从而增大失业队伍。

再如，有利于资本流入的汇率，对于缺少资本的国家是好事；有利于资本流出的汇率，则是资本过剩的国家所期望的。缺资本，有资本流入，资本过剩，可以找到有利的投资机会，无疑有利于经济的发展，有利于生产和就业。

不过，必须注意，汇率与生产、与就业的相关关系是间接的，不能简单做判断。比如，有利于出口的汇率有可能刺激出口和出口品的生产，但是假如不具备扩大出口品生产的条件，这种可能性就变不成现实；有时出口过度，也会消极地影响于经济整体。有利于抑制进口的汇率有可能为进口的替代创造条件，假如进口替代的生产，限于条件，一时发展不起来，而进口又是经济发展之所不可或

缺，这样的汇率反而会导致进口品价格的上涨；勉强发展进口替代，则会付出过大的代价而不利于整体经济的发展。

汇率发挥作用的条件

汇率能否充分发挥这些影响以及作用程度的大小，除了受上面提到的进出口商品的需求弹性、出口商品的供给弹性制约外，还会因各国的经济体制、市场条件、市场运行机制、对外开放程度的不同而异。另外，汇率制度的选择以及相应的政策配合，对汇率作用的发挥也有重要影响。

通常，一国的市场调节机制发育得越充分，外汇市场与其他金融市场和商品市场的相关度越高，国内市场与国际市场的联系越密切，微观经济主体与经济变量对汇率的反应才越灵敏，汇率作用才能越有效地发挥。这样的原则看法是不会有多大分歧的。

在讨论汇率能否充分发挥作用时，人们往往与应该实行怎样的汇率安排联系在一起思考。如果比照价格市场化和利率市场化的思路，好像浮动汇率制最为理想。其实问题并不这么简单。以香港为例，世界公认，这是市场化最充分的地区。但香港实行的却是联系汇率制度。在国际货币体系安排方面，像浮动汇率制和固定汇率制孰好孰坏的争论还是一个难下定论的课题。固定汇率制的支持者认为，固定汇率可以避免汇率频繁变动给国际贸易和投资活动所带来的汇率风险，减少收益的不确定性，从而推进国际贸易和跨国的长期投资，有利于一国的经济增长与充分就业。而浮动汇率的支持者则论证，浮动汇率可以对整个国际收支的经济运行进行自发的微调，避免政府强制干预会给经济带来的剧烈震荡；论证浮动汇率下国际贸易和投资面临的汇率风险可以通过金融市场的操作加以分散、转移，等等。两方面的论证均有道理，但又未必尽然。展开的讨论是国际金融学科的重要内容。

此外，要发挥汇率对经济的调节作用，还需取得财政政策和货币政策的配合。有关这方面的问题将在第十九章讲述。

汇率风险

在国际交往中必须使用外汇，而汇率的变化常给交易人带来损失（也可能是盈利），这通常被称为外汇风险、汇率风险（exchange risk）。风险的主要表现为：

——进出口贸易的汇率风险：这是指在进出口贸易中收付外汇而因汇率变动引起的损失。例如，商品出口后到结算收入外汇往往有一段时间，在这段时间内

如果外币汇率下浮，则出口商品成本和售价虽然未变，但实际收入却相应减少。同样道理，进口商品到货款支付时，如果遇外币汇率上浮，则进口商需要支付更多本国货币，从而蒙受损失。

——外汇储备风险：一国为应付日常外汇支付以及平衡国际收支，常常需要保持一定数量的外汇储备。这些外汇储备表现为存放在国外的外币资产（存款、有价证券等）。如果所持有的那些外币资产的汇率贬低，就会蒙受损失。

——外债风险：这是指对外举债因汇率变动而引起的损失。例如借入日元，折换成美元进口设备，但到还债时遇到日元汇率上浮，美元汇率下浮，则需要以更多的美元折换成日元才能够清偿外债。

为避免或减轻汇率风险损失，在对外交易中需要采取一些防范措施，例如选择好贸易结算使用的货币，运用远期外汇买卖，等等。

第六节　人民币汇率问题

人民币汇率决定的历史回顾

在集中计划体制下，人民币汇率的决定有着与西方市场经济国家不同的特点。那时，进出口贸易主要部分受国家计划调节，大部分外汇收支集中在国家手中，不允许外汇自由买卖和兑换，也不存在自由的外汇市场；国内商品价格在很大程度上是与外部世界隔绝的；人民币本身也不能自由兑换成外汇。这样，国家就有可能有计划地确定汇率。

但这并不意味着国家可以随意确定汇率。而是要遵循汇率运动的本身规律，根据不同时期影响汇率的主要因素和当时经济体制及政策要求，采取不同的办法，相应调整汇率水平。

在1953年前的经济恢复时期，为了尽快医治战争创伤和恢复国民经济，需要大力扶持出口并进口国内必需的原材料等物资。当时，在对资本主义国家贸易中，私营出口商占绝大比重。因此，人民币汇率的确定要能保证私商出口收汇后，按汇率折收成人民币，能有所盈利。为此采取“物价对比法”，即先分别计算出口商品理论比价、进口商品理论比价和侨汇购买力比价[①]，然后以出口理论

---

① 出口理论比价＝出口商品人民币成本/出口商品美元销售价格（FOB）；进口理论比价＝进口商品国内市场人民币销售价格/进口商品美元价格（CIF）；侨汇购买力比价＝国内侨眷日用品生活费（人民币金额）/华侨日用品生活费（港币金额）。

比价加一定的利润为依据，参照进口理论比价和侨汇购买力比价具体确定人民币汇率水平。

1953 年后，国家进入高度集中的计划管理体制阶段。对外贸易由国营贸易公司统一经营，并按国家规定的进出口计划进行；大部分商品价格由国家计划规定；外贸公司经营的盈亏由对外贸易部同财政部统一结算，与公司本身经济利益没有直接关系。在这种条件下，汇率主要不是作为调节进出口和外汇收支的杠杆，更多的是作为外贸经营的一种内部核算手段。这一时期，国内物价变动幅度不大，国外资本主义国家也是实行固定汇率制度，因而汇率变动较小。1973 年以后，由于资本主义国家普遍实行浮动汇率制度，各国货币汇率经常浮动。为保持人民币汇率的适当水平，采用“一篮子货币”的计值方法，即选用与我国外贸有关的若干种货币，按照这些货币汇率波动的情况，运用加权平均的方法计算出人民币汇率，并注意经常调整。

在改革开放以前的较长时期中，国际资本往来较小，进出口的贸易往来是最大的国际交往项目；同时，在严格的外汇管理下，国际收支的自发影响也不大。因此，我国汇率政策的着力点都放在如何有利于进出口贸易的汇率水平确定方面。随着对外开放的深入发展，外汇收支规模迅速扩大，外汇管理相应逐步放宽，相当部分机构拥有可自行支配的外汇资金，因而，外汇收支供求状况日益构成影响汇率的力量。正是基于这种变化，在 1993 年发布了《外汇调剂市场管理规定》，以规范从改革开放之初的银行外汇调剂业务逐步发展起来的我国外汇调剂（foreign exchange swap）市场活动。在该市场上，汇率开始由供求双方协商决定。于是，形成了以国家对外公布的人民币汇率牌价和调剂市场上的人民币调剂价的“双轨制”。随着国内经济体制改革的深入，特别是外贸体制改革的不断深入及对外开放步伐的加快，1994 年，我国外汇汇率形成机制则纳入了“以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率”的规范轨道。

1994 年 4 月 1 日在上海成立了全国统一的银行间外汇市场——中国外汇交易中心。中国外汇交易中心接受中国人民银行和国家外汇管理局的领导和监管，是独立核算的非营利事业单位。人民币的汇率就是在这个中心的交易平台上形成。中国人民银行在上海中国外汇交易中心设立有公开市场操作室，根据宏观经济政策的目标进行国家干预：通过调节外汇供求，稳定汇率。

中国外汇交易中心的成立和成功运作，标志着人民币汇率形成机制向市场化方向迈出了实质性的、决定性的一步。当然，由于体制与管理上的原因，外汇体制改革依然存在向纵深推进的必要。

人民币汇率的市场化

当进出口是对外经济联系的主要内容时，"换汇成本"对于官方制定汇率占有主导地位。所谓换汇成本是指出口品每换取一个单位外汇，如美元，所需支出的人民币成本。然而，由于不同行业、不同地区之间外贸企业出口换汇成本常常不同，以全国外贸企业平均的出口换汇成本作为基本参照点来确定汇率，则必然造成人民币汇价与换汇成本之间的大量矛盾。强调兼顾，实则难以兼顾。特别重要的是，随着对外开放步伐的加快，人民币汇率的确定不仅要考虑贸易收支，还应考虑其他因素，如非贸易收支以及资本流动等。因而，从整个国际收支状况等角度来考虑汇率问题，似更有根据。

如果更深一步地考虑，汇率形成的模式应取决于外汇管理体制改革的总体目标。这个目标，归结为一点，即人民币实现自由兑换并走向国际化。在走向终极目标的过程中，实现人民币汇率的市场化才是具有关键意义的一个环节。

人民币汇率的市场化已是改革进程的必然。在决定汇率的因素日益增多，有关的国内外经济、金融形势频繁变化的条件下，对汇率水平实施单向的自上而下的集中控制，往往难以及时、准确地找到汇率定位的合理区间。而且，也只有市场形成的汇率才能成为对各相关领域起有效调控作用的重要经济杠杆。

前面已经指明，汇率的市场化并不应与完全的、独立的浮动汇率制划等号；钉住汇率以及在钉住汇率与浮动汇率之间的种种管理浮动也是汇率市场化的表现形式。如何选择，涉及宏观金融政策问题。后面还有地方要讲这个问题。

[复习思考题]

1. 比较外汇与本币的异同。一国居民持有的外汇在本国境内是否具有货币的各种职能？为什么？

2. 了解我国目前的外汇管理制度。为什么说,人民币还不是完全可兑换货币？

3. 根据几种主要的汇率决定理论，概括一下决定和影响汇率的因素。当前，决定我国人民币汇率的主要因素是什么？

4. 自己设计一些例子，说明一国物价和利率的变动是怎样影响汇率的。

5. 汇率的波动对一国经济和金融会产生什么样的影响？

6. 浮动汇率制与固定汇率制各自的利弊是什么？汇率市场化是否意味着实现完全的浮动汇率？

7. 我国对现行汇率制度的标准是怎么表述的？为什么 IMF 把我国的汇率制归入"固定钉住汇率安排"？你是否知道当前国内外环绕中国汇率制度的不同见解，有何评价？

第二篇

金融市场与金融中介



第六章

金融市场概述

第一节　金融市场及其要素

什么是金融市场

市场，是提供资源流动和资源配置的场所。在市场中，依靠价格的信号，引领资源在不同部门之间流动并实现资源配置。一个好的市场可以帮助社会资源实现最佳配置。

按照交易的产品类别划分，可以将市场分为两大类：一类是提供产品的市场，进行商品和服务的交易；另一类是提供生产要素的市场，进行劳动力和资本的交易。金融市场（financial market）属要素类市场，专门提供资本。在这个市场上进行资金融通，实现借贷资金的集中和分配，完成金融资源的配置过程。通过金融市场上对金融资产的交易，最终可以帮助实现社会实物资源的配置。在这个意义上说，金融市场与产品市场之间存在密切的联系。

按照以上的理解，金融市场应当包括所有的融资活

动，包括银行以及非银行金融机构的借贷；包括企业通过发行债券、股票实现的融资；包括投资人通过购买债券、股票实现的投资；包括通过租赁、信托、保险种种途径所进行的资金的集中与分配，等等。在日常活动中，还有一种对于金融市场的理解，即将金融市场限定在有价证券交易的范围，比如股票市场、债券市场等。对这种说法，可以看做是对金融市场的狭义理解。

金融市场上借贷资金的集中和分配，会帮助形成一定的资金供给与资金需求的对比，并形成该市场的“价格”——利率。

金融交易的方式在人类历史的不同发展阶段是不一样的。在商品经济不发达的阶段，货币资金借贷主要以民间口头协议的方式进行，有范围小、数额少、众多小金融市场并存的特点。如旧中国内地省份农村中的金融交易主要就是这种状况。随着资本主义经济的发展，银行系统发展起来了，金融交易主要表现为：通过银行集中地进行着全社会主要部分的借贷活动。随着商品经济进入高度发达时期，金融交易相当大的部分以证券交易的方式进行，表现为各类证券的发行和买卖活动。目前一些经济发达国家以证券交易方式实现的金融交易，已占有越来越大的份额。人们把这种趋势称为“证券化（securitization）”。

现代的金融交易既有具体的交易场所，如在某一金融机构的建筑内进行；也有无形的交易场所，即通过现代通信设施建立起来的网络进行。特别是现代电子技术在金融领域里的广泛运用和大量无形市场的出现，使得许多人倾向于将金融市场理解为金融商品供求与交易活动的集合。

金融市场发达与否是一国经济、金融发达程度及制度选择取向的重要标志。

金融市场中交易的产品、工具——金融资产

资产是指有交换价值的所有物。如房屋、土地、设备等，它们的价值取决于特定资产的自身，称之为实物资产。有别于实物资产，金融资产（financial assets）的价值取决于能够给所有者带来的未来收益；或者说，持有金融资产，意味着拥有对未来收益的要求权利。例如，金融资产中的债券，它代表持有人对发行人索取固定收益的权利；再如，金融资产中的股票，它代表股东在公司给债权人固定数量的支付以后对收入剩余部分的要求权——剩余索取权（residual claims）。金融资产的种类极多，除股票、债券外，还包括保险单、商业票据、存单和种种存款，以及现金，等等。其中的现金，在物价水平保持不变的情况下，收益为“0”，是一个特例。

在金融市场上，人们通过买卖金融资产，实现着资金从盈余的部门向赤字部

门的转移。例如，企业出售新发行的股票和投资人购买该股票的交易行为，实现了一定数量的资金从有富裕资金并寻求投资收益的投资人手中转移到缺少资金的企业手中，实现了资金和资源在不同部门之间的重新配置。因此，金融资产的交易是帮助实现资本融通的工具。在这个意义上，金融资产也称为金融工具（financial instruments）。与商品产品类比，作为买卖的对象，金融资产也经常被称之为金融产品（financial products）。

金融资产的价值大小是由其能够给所有者带来未来收入的量和可能程度决定的。例如一种债券，息票利率较高并且按期支付利息和到期归还本金的保证程度较高，会有较高的价值；一种股票，可以给投资人带来稳定的、高额的现金红利，也会有较高的价值，等等。

在金融资产价值决定中，金融资产与实物资产，如厂房、设备、土地等等之间，存在着十分密切的联系。例如，能够产生较高现金收益的股票，往往归功于发行股票的企业用这笔资金购置了性能先进、运营成本低、能产生大量现金流的实物资产。但是，也有一些金融资产与实物资产之间的价值联系并不那么直接，如期货、股票指数期权等等。这些金融资产是依附于股票、债券这样一些金融资产而产生的，其价值变化主要取决于股票、债券的价值变化。在这个意义上，这类金融产品具有“依附”、“衍生”的特征，因而被冠以“衍生金融产品（derivative financial products）”的称呼。至于赖以衍生的基础性金融资产，相应取得了“原生金融工具（underlying financial products）”的称呼。但无论如何，衍生金融产品，并不能同实物资产全然割断联系；只不过联系是间接的，即通过原生金融产品迂回地实现。认识到这一点非常重要，因为它可以解释：为什么金融资产的价值不可以长期持续地远远偏离实物资产的价值；为什么证券市场市场价格高到一定程度就有泡沫。

金融资产具有两个重要的功能，一个是帮助实现资金和资源的重新分配，另一个是在资金重新分配的过程中，帮助分散或转移风险。例如，一个从未借债的企业通过举债，可将企业所有者的一部分风险转移给债权人；再如，一个面临可能出现日元贬值而导致出口产品收入下降的企业，可以通过卖出日元期权的交易，将风险转移出去，等等。由于衍生的金融产品在转移风险方面往往比原生产品更有效率，所以从20世纪70年代起，在金融风险日趋加大的情况下，它们的品种和市场规模取得了长足的发展。

金融资产的特征

尽管金融资产种类繁多，千差万别，但都具有一些共同的特征。这些特征包

括：货币性和流动性，偿还期限，风险性，收益性。

金融资产的货币性是指其可以用来作为货币，或很容易转换成货币，行使交易媒介或支付的功能。一些金融资产本身就是货币，如现金和存款。一些可以很容易变成货币的金融资产，如流动性很强的政府债券等，对于其持有者来说与持有货币的差异不大。其他种类的金融资产，如股票、公司债券等，由于都可以按照不同的难易程度变现，故也可视之为多少具有货币的特性。不过，股票、债券，包括政府债券在内，大多并不划入货币的统计口径之中。

但并不划入货币口径之中的那些金融资产，较之非金融资产，也具有明显的流动性(liquidity)，即迅速变为货币——习称"变现(encashment)"——而不致遭受损失的能力。变现的期限短、成本低的金融工具意味着流动性强；反之，则意味着流动性差。发行者资信程度的高低，对金融工具的流动性有重要意义。如国家发行的债券，信誉卓著的公司所签发的商业票据，银行发行的可转让大额定期存单等，流动性就较强。

衡量金融资产流动性的指标主要是看交易的买卖差价(bid-ask spread)。对于同一种金融资产来说，买卖差价是指做市商(market maker，一种专门从事金融产品的买卖，拥有维护市场活跃程度责任的证券交易商)愿意买入和卖出该种资产的价格之差。差价越大，标志着该金融产品的流动性越低。这是因为在市场价格波动的背景下，流动性低会加大资本损失的可能性。为了补偿风险，做市商就必须提高买卖差价。除买卖差价以外，还有其他一些指标用来反映市场中金融资产的流动性，如换手率等。

金融资产的偿还期限是指在进行最终支付前的时间长度。如 1 年之后到期的公司债券，其偿还期限就是 1 年，一张标明 3 个月后支付的汇票，偿还期为 3 个月；5 年到期的公债，偿还期为 5 年，等等。对当事人来说，更有现实意义的是从持有金融工具日起到该金融工具到期日（due date）止所经历的时间。设一张 1990 年发行要到 2010 年才到期的长期国家债券，某人如于 1999 年购入，对于他来说，偿还期限是 11 年而非 20 年，——他将用这个时间来衡量收益率。

金融资产到期日的特点可以有两个极端：一个是零到期日，如活期存款；一个是无限长的到期日，如股票或永久性债券。一般来说，债券都有具体的到期日，短的可以是 1 天，长的可以是 100 年。比如美国迪斯尼公司 1993 年发行了期限为 100 年的债券。金融资产的到期日标志着它"寿终"的日子；一旦到期，凭金融资产对于收益的要求权就终止了。但是，一些金融资产由于发行人的问题，如破产、重组等，也可能被提前终止。

风险性是指购买金融资产的本金有否遭受损失的风险。本金受损的风险主要

有信用风险（credit risk）和市场风险（market risk）两种。信用风险也称违约风险，指债务人不履行合约，不按期归还本金的风险。这类风险与债务人的信誉、经营状况有关。风险有大有小，但很难保证绝无风险。比如向大银行存款的存户有时也会受到银行破产清理的损失。信用风险也与金融资产的种类有关。例如，股票中的优先股就比普通股风险低，一旦股份公司破产清理，优先股股东比普通股股东有优先要求补偿的权利。信用风险对于任何一个金融投资者都存在，因此，认真审查投资对象，充分掌握信息，至关重要。市场风险是指由于金融资产市场价格下跌所带来的风险。某些金融资产，如股票、债券，它们的市价是经常变化的。市价下跌，就意味着投资者金融资产的贬值。1987 年 10 月 19 日，有名的"黑色星期一"，股市暴跌风潮席卷美国，约有一亿七八千万的股东在这一天损失财产 5 000 亿美元。因此，在金融投资中，审时度势，采取必要的保值措施非常重要。如何度量风险，以保证投资人取得与风险相匹配的收益，是金融理论与实践中的一个重要内容，关于这部分，在下一章将有专门的分析。

收益性由收益率表示。收益率是指持有金融资产所取得的收益与本金的比率。收益率有三种计算方法：名义收益率（nominal yield）、现时收益率（current yield）与平均收益率（average yield）。

名义收益率，是金融资产票面收益与票面额的比率。如某种债券面值 100 元，10 年偿还期，年息 8 元，则该债券的名义收益率就是 8%。

现时收益率，是金融资产的年收益额与其当期市场价格的比率。若上例中债券的市场价格为 95 元，则

$$现时收益率 = \frac{8}{95} \times 100\% = 8.42\%$$

平均收益率，是将现时收益与资本损益共同考虑的收益率。在上述例子中，当投资人以 95 元的价格购入面值 100 元的债券时，就形成 5 元的资本盈余。如果他是在债券发行后 1 年买入的，那就是说，经过 9 年才能取得这 5 元资本盈余。考虑到利息，平均每年的收益约为 0.37 元（可查阅第四章第三节公式（4·11）的计算方法）。将年资本损益额与年利息收入共同考虑，便得出

$$债券的平均收益率 = \frac{0.37 + 8}{95} \times 100\% = 8.81\%$$

比较前两种收益率，平均收益率可以更准确地反映投资者的收益情况。

在现实生活中，人们还会将通货膨胀对收益的影响考虑进去，以真实评价收益的情况。于是，有名义收益率和真实收益率之分。关于这个问题，我们在利率一章中已经有过专门的分析。

对于金融资产的特征，通常也以"三性"概括，即流动性、收益性和风险

性。上述的货币性与期限性则分别包含在“三性”之内。

金融市场的功能

金融市场通过组织金融资产、金融产品的交易，可以发挥五个方面的功能：

第一，帮助实现资金在资金盈余部门和资金短缺部门之间的调剂，实现资源配置。在良好的市场环境和价格信号引导下，可以实现资源的最佳配置。

第二，实现风险分散和风险转移。需要强调的是，金融市场可以发挥转移风险的功能是就这样的意义来说的：通过金融资产的交易，对于某个局部来说，风险由于分散、转移到别处而在此处消失，而不是指从总体上看消除了风险。这个功能发挥的程度取决于市场的效率。在一个效率很低的市场上，由于市场不能很好地发挥分散和转移风险的功能，最终可能导致风险的积聚和集中爆发，这就是金融危机。

第三，确定价格。金融资产均有票面金额。在金融资产中可直接作为货币的金融资产，一般说来，其内在价值（intrinsic value）[①]，就是票面标注的金额。但相当多的金融资产，其票面标注的金额并不能代表其内在价值。以股票为例，发行股票的公司，体现在每一股份上的内在价值与股票票面标注的金额往往存在极大的差异。企业资产的内在价值——包括企业债务的价值和股东权益的价值——是多少，只有通过金融市场交易中买卖双方相互作用的过程才能“发现”。即必须以该企业有关的金融资产由市场交易所形成的价格作为依据来估价，而不是简单地以会计报表的账面数字作为依据来计算。例如，没有微软公司股票的公开发行和交易，人们就不会发现微软公司的巨大价值；比尔·盖茨的个人财富价值也不会升入世界首位的序列。当然，金融市场的定价功能同样依存于市场的完善程度和市场的效率。如果市场十分不完善，效率很低，定价的功能就是有缺陷的，市场价格相对于内在价值则可能有很大程度的偏离和扭曲。

金融市场的定价功能有助于市场资源配置功能的实现。资金是按照金融资产的价格或者收益率的指引在不同部门之间流动的。价格信号的真实与否，决定了资源配置的有效与否。

第四，金融市场的存在可以帮助金融资产的持有者将资产售出、变现，因而发挥提供流动性的功能。如果没有金融市场，人们将不愿意持有金融资产；企业可能因为金融产品发行困难无法筹集到足够的资金，进而影响正常的生产和经

---

① “内在价值”，是公司理财、公司财务理论中常用的一个词。在财务分析中，是特指把实际数据输入理论模型所得出的值——可以相当于市场价格的值。它与劳动价值论中的价值不是一回事。

营。尽管金融市场中所有产品的交易市场都具有提供流动性功能，但不同的金融产品市场的流动性是不同的。这取决于产品的期限、品质等等。

第五，降低交易的搜寻成本和信息成本。搜寻成本是指为寻找合适的交易对方所产生的成本。信息成本是在评价金融资产价值的过程中所发生的成本。评价价值，需要了解能够帮助预期未来现金流的有关信息而有所支出。金融市场帮助降低搜寻与信息成本的功能主要是通过专业金融机构和咨询机构发挥的。可以设想，假如没有专门从事证券承销业务的中介机构，单纯依靠发行证券的企业自己去寻找社会投资人，搜寻成本会有多大；假如没有专业提供信息的中介机构，单纯依靠需要信息的企业自己去搜集信息，信息成本会有多大！同时，众多的金融中介的存在以及它们之间的业务竞争，还可以使搜寻成本和信息成本不断降低。但是，如果没有严格的监管，金融中介机构有可能与有关方面勾结，刺探内幕信息、制造虚假信息、进行黑幕交易等等，以获取暴利。这时，社会的真实搜寻成本和信息成本可能会极大。

有一点需要强调指出，金融市场尽管可能具有五项重要的经济功能，但能否正常发挥还取决于市场本身的效率与质量。

金融市场运作流程的简单概括

金融市场的交易是在市场参与者之间进行的。为了概括描述金融市场的运作流程，需要对市场的参与者分类。依据参与者的交易特征，他们可以分为最终投资者、最终筹资者和中介机构三类。最终投资者可以是个人、企业、政府和国外部门；最终融资者的构成亦如是。至于中介机构，则是专门从事金融活动的金融机构，包括商业银行、保险公司、投资银行，等等。按照较为粗略的概括，如果资金直接在最终投资人和最终筹资人之间转移，这样的融资活动就是直接融资（direct finance）。典型的直接融资是通过发行股票、债券等有价证券实现的融资。如果资金通过中介机构实现在最终投资人和最终筹资人之间的转移，这样的融资活动就叫做间接融资（indirect finance）。典型的间接融资是通过银行存款贷款活动实现的融资。与两种融资形式相对应的金融产品被分别称之为直接融资工具和间接融资工具。关于直接融资与间接融资的问题，在第二章第四节已经讲到。这里是从市场的角度再次提供一个简要的界说。对此，后面第十一章第四节还要讨论。

金融市场上的资金在各市场参与者之间的转移过程可用图 6—1 简单描述。

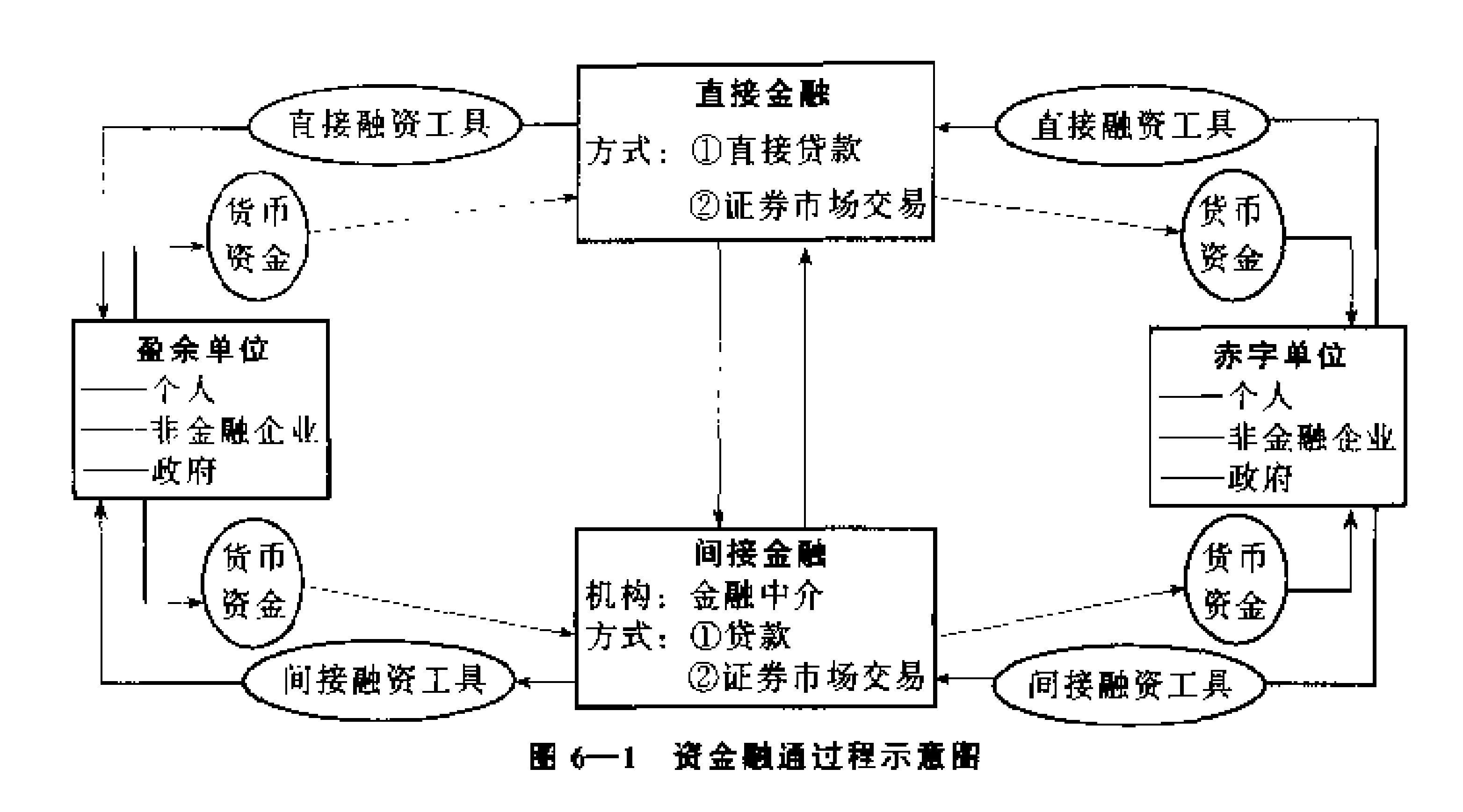


图 6—1 资金融通过程示意图

金融市场的类型

金融市场是一个大系统，包罗许多具体的、相互独立但又有紧密关联的市场，可以用不同的划分标准进行分类。

最常见的是把金融市场划分为货币市场（money market）和资本市场（capital market）。这是以金融交易的期限作为标准来划分的。货币市场是交易期限在1年以内的短期金融交易市场，其功能在于满足交易者的资金流动性需求。资本市场是交易期限在1年以上的长期金融交易市场，主要满足工商企业的中长期投资需求和政府弥补财政赤字的资金需要。这包括银行的长期借贷和长期有价证券如股票、债券等交易。

此外，可按照金融交易的交割期限把金融市场划分为现货市场（spot market）与期货市场（futures market）。在现货市场上，一般在成交后的1～3日内立即付款交割，有的更限定在当日交割。在期货市场上，交割则是在成交日之后合约所规定的日期如几周、几个月之后进行。较多采用期货交易形式的，主要是证券、外汇、黄金等市场。上个世纪70年代以来，金融期货交易的形式越来越多样，越来越发展，其交易量已大大超过现货交易的数量。

还可以按金融交易的政治地理区域把金融市场划分为国内金融市场与国际金融市场。国内金融市场的活动范围限于本国领土之内，双方当事人为本国的自然人与法人，以及依法享受国民待遇的外国自然人与法人。国际金融市场的活动范围则超越国界，其范围可以是整个世界，也可以是某一个地区，如中东地区、加勒比地区、东南亚地区，等等。双方当事人是不同国家和地区的自然人与法人。

在金融市场这个大系统中，还有外汇、黄金和保险等几个较重要的市场。

我国金融市场的历史

如果从广义的角度看，分散的金融市场，其存在当极久远；集中的金融市场，可以从关于汉初长安“子钱家”的记载中窥见端倪。在吴楚七国之乱时，其中一家即可贷给列侯封君出征所需的货币，那么整个子钱家可贷资金的规模无疑是相当可观的。关于唐代长安的西市，历史典籍中丰富的记载描绘出这里不仅有多种形式的金融机构，而且还汇集了大量外国商人，从而使这个金融市场有着相当浓厚的国际色彩。至宋明，金融市场重心东移。南宋在临安，明代则是南北两京。清代钱庄、银号、票号等金融机构已活跃于全国各商业城市。

近代，以新式银行为中心的金融市场形成很晚。虽然 19 世纪末已出现现代的银行，但力量微弱，不足以与旧式银钱业抗衡。第一次世界大战开始后，新式银行业有较大发展。历经十几年的经营，以银行业为主体的新式金融市场才打下了基础。金融中心在上海，全国近半数的资金在这里集散；伴随着资金借贷的发展，债券市场、股票市场、黄金市场也相继形成。上海的利率、汇率等金融行市，成为全国各地存放款利率等金融行市变动的基准；其证券交易所是全国最大的证券投资场所；黄金交易量在远东则首屈一指；外汇交易量也有相当规模。

1949 年以后，首先停止了证券交易与黄金外汇的自由买卖。随着社会主义计划经济的迅速建立，高度集中于一家银行的银行信用代替了多种信用形式和多种金融机构的格局，财政拨款代替了企业的股票、债券的资金筹集方式。不过，这一时期依然存在着大规模的银行信用，存在着信用的供给与需求，存在着资金的“价格”——利率，当然是官定的利率。如果就广义的解释，未尝不可以说仍然存在一个金融市场。但这个以资金计划分配为特征的金融市场与人们过去对金融市场的理解距离过大，所以金融市场的概念，不再被人提及。

上个世纪 70 年代末，改革开放政策的逐步推行，推动人们重新思考建立金融市场问题。具体来说，主要包括两方面：一是金融机构之间的短期融资市场；二是证券市场。应该说，自 20 世纪 90 年代以来，这个问题成为经济发展与体制改革的一个重要组成部分并有了长足的进展。

第二节 货币市场

以上已经指出，货币市场是短期融资市场，融资期限一般在 1 年以内。这是

典型的以机构投资人（institutional investor）为主的融资市场。货币市场一般没有确定的交易场所；现今货币市场的交易通过计算机网络进行。货币市场可以按照金融产品的不同划分为许多子市场，如票据贴现市场、银行间拆借市场、短期债券市场、大额存单市场、回购市场，等等。

票据与票据市场

货币市场中使用的票据有商业票据和银行承兑票据两类。银行承兑票据是在商业票据的基础上产生的。票据交易的市场称票据市场。

商业票据，在第二章指出，是一种最古老的金融工具，源于商业信用。它是工商业者之间由于信用关系形成的短期无担保债务凭证的总称。

典型的商业票据产生于商品交易中的延期支付，有商品交易的背景。但商业票据只反映由此产生的货币债权债务关系，并不反映交易的内容。因为交易行为已经完结，商品已经过户，这叫做商业票据的抽象性或无因性。相应的特征则是不可争辩性，即只要证实票据不是伪造的，付款的人就应该根据票据所载条件付款，无权以任何借口拒绝履行义务。此外，商业票据的签发不需要提供其他保证，只靠签发人的信用。因此，商业票据能否进入金融市场，要视签发人的资信度（credit standing）为转移。

但在商业票据中，除了具有交易背景的票据外，还有大量并无交易背景而只是单纯以融资为目的发出的票据，通常叫融通票据（financial paper）。相对于融通票据，有商品交易背景的票据则称之为真实（real）票据。在西方，18 世纪后期到 19 世纪前期，曾环绕银行对这两种票据所应采取的态度展开过长期的争论。后面讲到银行业务和货币创造问题时均会涉及这一问题。与真实票据不同的是，当今的融通票据，金额多为大额整数，以方便交易。它的发行者多为大工商业公司及金融公司。

在发达市场经济国家的商业票据市场上，目前大量流通的是融通票据。非金融机构的公司发行期限在 1 年以内的商业票据；购买者多为商业银行、投资银行等金融机构，也有非金融机构类企业。融通票据的票面金额已经标准化。

在商业票据的基础上，由银行介入，允诺票据到期履行支付义务，是银行承兑票据（bank acceptance）。票据由银行承兑，信用风险相对较小。银行承兑须由付款人申请，并应于到期前把应付款项交给银行。对于这项业务，银行收取手续费。

需要指出的是，在发达市场经济国家，银行承兑汇票，其发行人大多是银行自身。由于一些国家，如美国，规定银行出售银行承兑汇票的收入无须缴纳

存款准备金，这就鼓励了大量银行及其他金融机构进行银行承兑汇票的买卖。

票据贴现与贴现市场

用票据进行短期融资有一个基本的特征——利息先付，即出售票据一方融入的资金低于票据面值，票据到期时按面值还款。差额部分就是支付给票据买方（贷款人）的利息。这种融资的方式叫做贴现（discount），利息率则称为贴现率（discount rate）。例如，有人欲将3个月后到期，面额50 000元的商业票据出售给银行，银行按照6%的年率计算，贴息为750元(50 000×6%÷4)；银行支付给对方的金额则是49 250元(50 000－750)。

贴现率的高低取决于商业票据的质量。对于不同资质的企业来说，投资人承受的风险是不一样的。一般来说，企业发行商业票据前都要经过信用评级机构评级。评级越高的商业票据，贴现率越低，发行价格越高。

票据贴现是短期融资的一种典型方式。因此，短期融资的市场也称票据贴现市场，或更简称为贴现市场。在票据贴现市场中，充当买方的一般是商业银行、贴现公司、货币市场基金等专门从事短期借贷活动的金融机构；也有手里掌握短期闲置资金的非金融机构。

如果将金融产品是否按照贴现方式发行作为市场类别的划分标准，那么，贴现市场几乎囊括了所有短期融资市场的内容。因为，不仅商业票据、银行承兑汇票多采用贴现方式，国库券的发行，也是采用贴现的规则。

目前世界上最著名的贴现市场当属英国的伦敦贴现市场。伦敦贴现市场是世界上最古老的贴现市场，迄今为止已经有150年的历史。该市场的发展得益于18世纪末19世纪初英国发达的票据经纪业务。工业的迅速发展和融资需求产生大量的商业票据，于是形成大量专门从事票据买卖的经纪人，以及专门从事票据贴现业务的贴现行。目前伦敦贴现市场的交易品种已经远远超过传统意义的商业票据；大量的交易品种是融通票据、银行承兑汇票、国库券。在这个市场上，主要的金融机构是贴现行、英格兰银行、清算银行、商人银行、承兑行和证券经纪商。

贴现市场不仅是企业融通短期资金的场所，也是中央银行进行公开市场业务的场所。

我国现在的商业票据，绝大部分是银行承兑票据。票据贴现市场的规模小，办理贴现业务的金融机构只有商业银行。贴现市场不发达的原因主要是用于贴现的票据少，且质量不高。同时也有其他短期金融产品，如国家债券，所起的替代

作用。随我国金融业的发展，贴现市场必将进一步扩大。

国库券市场

这里要讲的是由政府发行的短期国库券（treasury bill）[①]，期限品种有3个月、6个月、9个月和12个月。国库券的期限短，有政府信誉做支持，因而可以当做无风险的投资工具。

国库券也是一种贴现式证券，发行时按照一定的利率贴现发行。例如，投资人以960元的价格购买一张还有90天到期，面值为1 000元的国库券。40元就是政府支付给投资人的利息；贴现率是16%(40/1 000×360/90)。

但是这个贴现率与投资人的实际收益率是不一样的，因为投资人的实际投资额是960元而不是1 000元，因此，实际收益率应该是16.67%(40/960×360/90)。

国库券的期限短，发行的频率也比较高。在许多国家，国库券是定期发行的，如确定每季度一次或每月一次。美国3个月和6个月的国库券是每周发行。发行一般采取拍卖的方式，由竞争性报价方式确定发行价格。

国库券市场的流动性在货币市场中是最高的，几乎所有的金融机构都参与这个市场的交易。另外，也包括一些非金融的公司、企业。在众多参与者中，中央银行公开参与市场交易，以实现货币政策的调控目标。许多国家的中央银行之所以愿意选择国库券市场开展公开市场业务，主要是因为这个市场有相对大的规模和很好的流动性。

我国，典型意义的国库券，数量很少。只是在1994年、1996年分别发行过三次记账式短期国债。期限为3个月和6个月，总共金额为417亿元人民币，以贴现方式发行。由于国库券的发行没有采用连续方式，基本不能形成有规模的交易市场。

可转让大额存单市场

大额存单（certificates of deposit，CDs）是由商业银行发行的一种金融产品，是存款人在银行的存款证明。可转让大额存单与一般存单不同的是，期限不低于7天。金额为整数，并且，在到期之前可以转让。

可转让存单最早产生于20世纪60年代的美国。由于美国政府对银行支付的

① 过去一百多年来，treasury bill一直译为国库券。上个世纪80年代初，我们开始发行国家中长期公债，并把公债券命名为“国库券”。这是财政工作中的插曲，无实质意义。

存款利率规定上限，商业银行的存款利率往往低于市场利率，其中短期存款的利率，如1个月存款利率尤其低。为了吸引客户，商业银行推出可转让大额存单。存单的期限相对较长，如3个月，6个月、1年等。购买存单的客户随时可以将存单在市场上售出变现。这样，客户能够以实际上的短期存款取得按长期存款利率计算的利息收入。可转让大额存单的出现帮助商业银行提高了竞争能力，同时，也提高了存款的稳定程度：因为存单可以流通，对于发行存单的银行来说，存单到期之前，不会发生提前提取存款的问题。可转让大额存单是半个世纪以来商业银行的一项重要金融创新产品。

存单市场分为发行市场和二级市场。在发行市场上发行的可转让大额存单，在未到期之前，可以在二级市场上交易。存单市场的主要参与者为货币市场基金、商业银行、政府和其他非金融机构。

对可转让大额存单也进行信用评级。高质量银行发行的存单有相对高的信用等级，因而可取得较高的发行价格。

与国库券比较，银行存单的收益率相对高一些，原因是银行存单比国库券有较高的信用风险。

回购市场

回购（counter purchase）市场是指对回购协议（repurchase agreement）进行交易的短期融资市场。回购协议是证券出售时卖方向买方承诺在未来的某个时间将证券买回的协议。以回购方式进行的证券交易其实是一种有抵押的贷款：证券的购买、实际是买方将资金出借给卖方；约定卖方在规定的时间购回，实际是通过购回证券归还借款；抵押品就是相关的证券。

例如，某一个证券公司刚刚用手头可以动用的全部资金购买了面值5 000万元人民币的国债，却面临一家收益前景十分看好的公司将于次日上市，而证券公司也打算以不多于5 000万元资金购入这种股票。虽然两天后证券公司将有现款收入足以支付购买这种股票的款项，但次日在手头上却无现钱。这时，证券公司则可到回购市场上，将手中持有的5 000万元国债以回购协议的方式售出，并承诺在第三天如数购回，利率4%。如果市场上有愿意做这笔交易的商业银行，那么，这家证券公司即可取得了为期2天、利率为4%的借款。在这笔交易中，证券公司以5 000万元的总额出售国债，2天后，向该商业银行支付50 010 958元再把国债购回。其中10 958元(50 000 000×4%×2/365)为借款利息。

以上描述的是正向回购的例子，即证券公司充当资金的借入方，对它来说，这是一项正回购的交易。如果证券公司不是卖出证券、借入资金，承诺以后购回

证券，而是反之，先买入证券，承诺以后按规定价格卖还给对方，那么，证券公司做的就是逆回购的交易。

由于回购交易相当于有抵押品的借贷，充当抵押的一般是信用等级较高的证券，如国债、银行承兑汇票等，因此，具有风险低，流动性高的特点。

回购交易的期限很短，一般是 1 天，也称“隔夜（overnight）”，以及 7 天、14 天等，最长不过 1 年。

与其他货币市场类型比较，我国的回购市场比较活跃。2000 年，我国回购市场的交易总额达到 16 652 亿元，接近于同期股票市场交易额的 1/3（见表 6—1）。回购交易的抵押品均是政府债券。由于我国国债交易目前主要是以回购交易方式进行的，因此，这个数字也基本代表了同期国债市场的交易规模。

表 6—1　　2000 年债券交易方式比较　　单位：亿元

	回购交易	现券交易
金　额	16 652.05	1 153.64
比　重	93.52%	6.48%

数据来源：据中国债券信息网 http://www.chinabond.com.cn 整理。

银行间拆借市场

银行同业间拆借市场（inter-bank market）指银行之间短期的资金借贷市场。市场的参与者为商业银行以及其他各类金融机构。拆借期限很短，有隔夜、7 天、14 天等，最长不过 1 年。我国银行间拆借市场是 1996 年 1 月联网试运行的，其交易方式主要有信用拆借和回购两种方式，其中主要是回购方式（见表 6—2）。参与交易的机构是商业银行、证券公司、财务公司、基金、保险公司等。

表 6—2　　1997—2000 年银行间市场回购交易情况　　单位：亿元

	资金结算额	交易笔数
1997 年（6—12 月）	298.51	165
1998 年	1 013.1	1 106
1999 年	3 953.3	3 578
2000 年	15 768	14 545

数据来源：中国债券信息网 http://www.chinabond.com.cn。

由于银行拆借市场是我国规模最大的一种货币市场，因此，该市场也成为中国人民银行进行公开市场操作的场所。

第三节 资本市场

资本市场是政府、企业、个人筹措长期资金的市场。包括长期借贷市场和长期证券市场。在长期借贷中，一般是银行对个人提供的消费信贷；在长期证券市场中，主要是股票市场和长期债券市场。本节主要讲述长期证券市场。

股票市场

股票市场是专门对股票进行公开交易的市场，包括股票的发行和转让。股票是由股份公司发行的权益（equity）凭证，代表持有者对公司资产和收益的剩余要求权（residual claims）。持有人可以按公司的分红政策定期或不定期地取得红利收入。在第二章已经指出，股票没有到期日，持有人在需要现金时可以将其出售。发行股票可以帮助公司筹集资金却并不意味着有债务负担。

与货币市场不同，大部分股票市场有固定的交易场所，称为证券交易所（exchange，stock exchange）。如我国的上海证券交易所和深圳证券交易所。股票交易最早出现在欧洲国家。早在三百多年前，一些股票经纪人就在伦敦主要进行商品交易的交易所内从事股票交易业务。据说，由于后来股票经纪人如此之多，声音如此之嘈杂，以致使伦敦交易所的商人们劝他们另找地方。于是证券经纪人离开了伦敦交易所，并在1773年成立了第一家股票交易所。在美国，相传举世闻名的纽约股票交易所源于24个商人和证券投机者每日在华尔街一株大树下的交易。它的正式成立是在19世纪初。现在，所有经济发达的国家均拥有规模庞大的证券交易所。美国有12家，其中纽约股票交易所最大；英国有7家，最大的为伦敦股票交易所；日本有8家，东京证券交易所的业务量占全国的85%，等等。

证券交易所只是为交易双方提供一个公开交易的场所，它本身并不参加交易。但证券交易所并不是任何人都能够进入从事交易的；能进入的只是取得交易所会员资格的经纪人和交易商。会员资格的取得历来均有各种严格限制并需缴纳巨额会费。经纪人和交易商的区别在于：前者只能充当证券买者与卖者的中间人，从事代客买卖业务，收入来自佣金；后者则可以直接进行证券买卖，收入来自买卖差价。一般客户如果有买卖上市证券的需要，首先需在经纪人处开设账户，取得委托买卖证券的资格。当他认为需要以怎样的价格买卖哪种证券时，向经纪人发出指令，经纪人将客户的指令传递给它在交易所的场内交易员，交易员则按指令要求进行交易。

交易所内的证券交易是通过竞价成交的。所谓竞价成交，是指在对同一种证券有不止一个买方或卖方时，买方交易员和卖方交易员分别从当时成交价逐步向上或向下报价；当任一买方交易员与任一卖方交易员的报价相等时，则这笔买卖即拍板成交。竞价成交后，还须办理交割（delivery）和过户（transfer ownership）的手续。交割，是指买方付款取货与卖方交货收款的手续。过户手续仅对股票购买人而言。如为记名股票，买者须到发行股票的公司或其委托部门办理过户手续，方可以成为该公司股东。

进入 20 世纪 70 年代以来，证券交易所在激烈的竞争中，在制度上也有不少变化。如最古老的伦敦证券交易所放宽了对交易所成员的严格资格限制；允许交易所成员可以兼做交易商和经纪人；取消固定佣金制度，每笔佣金由客户同经纪人商定，等等。这样的变革，无疑引发了更为激烈的竞争。

除了有确定的交易场所的证券交易所以外，对股票的交易也有在没有确定场所内进行的交易市场，称为场外交易市场（over the counter，OTC)。场外交易市场的特点是：(1) 无集中交易场所，交易通过信息网络进行；(2) 交易对象主要是没有在交易所登记上市的证券；(3) 证券交易可以通过交易商或经纪人，也可以由客户直接进行；(4) 证券交易一般由双方协商议定价格，不同于交易所采取的竞价制度。由于场外交易的相当部分是在证券商的柜台上进行的，所以也有“柜台交易”或“店头交易”的称谓。场外交易市场从技术上帮助市场参与者打破地域的限制。只要技术上许可，交易双方可以在同一个城市，也可以分别身处不同的国度。

由于许多场外交易市场在信息公开程度的要求上以及对上市公司质量的要求上比交易所低，起到拾遗补缺的作用，因此，近十几年中发展速度非常快，逐渐成为交易所强有力的竞争对手。

股票市场可以根据股票发行人的特征划分不同的交易市场。比如，根据发行股票公司的成立时间、规模、绩效等划分市场，对历史较长、规模较大、绩效较好的、相对成熟的企业发行的股票，设定专门的交易场所，如我国的上海、深圳证券交易所、美国的纽约股票交易所等；对于新创立、规模不大、当前绩效尚属一般的公司股票，设定另一类交易场所。如美国的纳斯达克市场的兴建、香港的创业板市场的兴建，等等。当然，新创立的企业会发生很大变化：可能迅速成功，也可能很快失败。因此，这类市场的投资风险比较大，市场的管理规定也有所不同。随着公司的成功和经营期的延长，第二类股票市场中也会存在能和第一类股票市场比拟的优秀公司股票。如原来在纳斯达克上市的微软公司的股票，已进入道琼斯 30 种工业指数。

我国股票交易的发展

我国在1880年前后开始有股票交易，这是由于清政府洋务派创办近代工业企业引致的。当时有这样的记载："1876年，招商局面值为100两的股票市价40～50两，到1882年涨到200两以上。"[①]《申报》则曾这样描述："现在沪上股份风气大开，每一新公司起，千百人争购之，以得股为幸。"[②] 同时，出现一些专营股票买卖的股票公司。清末开始，政府发行公债及铁路债券数量增多，证券交易日盛，于1913年秋成立上海股票商业公会。1918年以后，上海和北京分别成立证券交易所。从1918年到1949年，中国的证券交易所历经了兴衰的交替。中华人民共和国建立后，证券交易所停止活动。

改革开放以来，由于企业及政府开始发行股票、债券等有价证券，建立规范的证券交易市场，完善证券发行市场，势在必行。1986年8月至1989年间，一些不规范的、属于尝试性的证券交易市场开始运行，这包括1986年8月成立的沈阳证券交易市场和以后相继成立的上海、武汉、西安等地的证券交易市场。1990年11月26日，上海证券交易所成立。它是按照证券交易所的通行规格组建的，办理组织证券上市、交易、清算交割、股票过户等多种业务。1991年7月又有深圳证券交易所开业。深、沪证券交易所的成立，标志着中国的证券交易市场开始走上正规化的发展道路。

自1990年以来，中国证券市场的发展速度加快。1990年底，全国只有13家上市公司，到2001年9月，在沪、深两个交易所上市的公司数已达1 154家，股票流通市值达到1.5万亿元，相当于2000年GDP的16.8%。投资者开户数达6 000多万。1992年成立了中国证券监管机构；证券交易发行的有关规定也陆续出台，《中华人民共和国证券法》于1998年12月通过立法程序并于1999年7月1日实施。

考虑到鼓励和扶植中小民营企业以及创业企业的发展，尤其高科技类型创业企业的发展，1999年以来，我国也在酝酿成立称为"二板市场"的股票市场，对成立时间不长的企业提供权益融资的场所。

长期债券与长期债券市场

债券是一种资金借贷的证书，其中包括债务的面额、期限、债务证书的发行人、利率、利息支付方式等内容。面额多大并无一定之规，有100元的，也有

---

① 《清查整理招商局委员会报告书》下册，31页。

② 《申报》，1882-08-12。

1 000元甚至上万元的。对于投资人来说，债券面额意味未来可以收回的确定金额。债券期限有长有短，1 年以上的债券称为长期债券。长期债券包括公司债券、长期政府债券等。

长期政府债券由政府发行，一般附有固定利率或浮动利率的息票，以定期付息、到期还本，或到期一次还本付息的方式支付本息。我国近年来发行的长期政府债券多为 3、5、7、10、20 年期的。政府发行的债券也可以分为中央政府债券和地方政府债券。我国目前还没有地方政府债券。但有财政部直接发行的债券与政策性金融机构发行的政策性金融债券（financial bond）之分。前者称为国债，后者称为政策性金融债。

公司债券是由公司发行的债券，包括金融机构类公司以及非金融机构类公司发行的债券。公司债券是企业筹集长期资金的重要工具，一般期限在 10 年以上。我国的公司债目前多为 3 年和 5 年。公司债券的利率或采用固定利率，或采用浮动利率，定期付息。公司债券可以采取到期一次还本的方式归还本金，也可以采取分期归还本息的方式还本付息，就像分期归还银行贷款一样。有些公司债券还附带可提前赎回的条款，即允许债券发行人在债券尚未到期时，提前以购回的方式使债券终止。期限很长的公司债券往往附有这种条款，以帮助发债的公司根据需要调节债务成本或者资本结构。

公司债的种类比较多，包括抵押债券（mortgage bond）、担保信托债券（collateral trust bonds）、信用债券（trust bonds）、次等信用债券（subordinated debenture）、担保债券（guaranteed bonds，collateral bonds）。抵押债券是一种以实物资产做抵押的债券。该债券赋予持有人对抵押品的留置权，一旦债务人无法履行偿付责任时，债券持有人可以出售抵押品。担保信托债券是一种以有价证券做抵押的债券。无论是抵押债券，还是担保信托债券，都给债券持有人一定的偿付保障，因而信用风险相对较低。信用债券则不同，它没有任何特定的资产作为担保品。但持有这种债券的人，拥有对债务人尚未用于担保或抵押的资产和收益的求偿权，甚至求偿的资产价值可以大于债务的面值。次等信用债券的持有人对于债务人资产与收益的求偿权排在抵押债券、担保信托债券和信用债券之后。以上这些不同种类的债券直接影响企业的债务成本。一般来说，对投资人越安全，收益和本金越有保障的债券品种，债务成本越低；相反，风险越大的债券，如次等信用债券，债务成本越高。这是金融市场中风险与收益均衡原理的体现。

公司债的发行人资信状况千差万别，公司债的风险也远远高于政府债券。因此，公司债券的发行与交易一般需要先通过权威的、绝对中立的信用评级机构进行评级，然后再进入市场交易。信用评级的作用在于告诉投资人各种债券发行人

的盈利能力、偿债能力。信用级别越高，债券发行人的偿债能力越好，债券的发行成本就可以越低。这包括较高的发行价格和较低的息票利率。

我国目前已经有一些信用评级机构，针对企业的经济实力、支付能力、经济效益及守信水平等一系列复杂的指标将评级对象分为AAA级（特级，信用优良），AA级（一级，信用良好）和A级（二级，信用较好）这样三个级别。没有达到信用A级者则不予评定。

对长期债券进行交易的市场，称长期债券市场，是资本市场的一个重要组成部分。

1981年以来，我国各种债务的发行量迅速增加，其中尤以国债规模发展得最为迅速。国债的期限品种也正趋多样化。

除国债以外，其他类型的债券发行量近几年也有迅速增加，如政策性金融债和企业债（见表6—3）。政策性金融债不同于国债，是由政策性金融机构发行的。由于这种债券募集的资金也由国家用于指定的项目，还债时有政府的收入作为担保，因而可以归为政府债券类。

表6—3　　1998—2000年债券发行规模　　单位：亿元

		1998年	1999年	2000年
国债	(1)	350	2 426	4 657
政策性金融债	(2)	60	1 570	1 645
政府债券发行总计(1)+(2)	(3)	410	3 996	6 302
企业债	(4)	151.82	131.7	63.4
债券发行总计(3)+(4)	(5)	561.82	4 127.7	6 365.4
政府债券所占比重(3)(5)		72.98%	96.81%	99%

资料来源：中国债券信息网 hrtp://www.chinabond.com.cn。

债券交易一般是在场外市场中进行，即通过电话、互联网等通讯工具完成。借助于现代通讯工具，债券交易可以不受地理区域的局限。从技术上看，一个债券市场即能覆盖全国，甚至全世界。尽管如此，由于历史的原因和其他原因，一些国家依然有不止一个债券交易市场。我国目前的债券交易集中在证券交易所市场和银行间市场进行。交易所市场主要发行和交易企业债券及部分政府债券，银行间市场则主要交易政府债券。随我国债券市场的进一步发展，市场布局会有所调整，但总体趋势是场外市场的债券交易规模将进一步扩大。

初级市场与二级市场

初级市场（primary market）与二级市场（secondary market）是针对金融市场功能划分的两个类型。无论是股票市场还是债券市场均存在这样的划分。

初级市场是组织证券发行的市场。凡新公司成立发行股票，老公司增资补充发行股票，政府及工商企业发行债券等，构成初级市场活动的内容。如果筹资单位是工商企业，它们通过初级市场所筹集到的资金将主要用于投资，增加实物产出和扩大流通能力。因此，初级市场也称为实现融资的市场。在初级市场上，需要筹资的企业或政府，或者自己直接，或者借助中介机构的帮助发行证券。由于中介机构有丰富的经验和大量信息，绝大多数发行均通过它们完成。中介机构包括投资银行、证券公司、律师事务所、会计师事务所。其中投资银行或证券公司的作用尤为重要。它们的作用体现在证券发行的全过程之中：帮助筹资人设计筹资方案，包括确定发行价格、发行数量、发行时间；帮助寻找律师及会计师；帮助编制有关文件；帮助推销证券。

初级市场上新证券发行有公募（public offering，public placement）与私募（private offering，private placement）两种方式。私募方式，又称证券直接发行，指发行人直接对特定的投资人销售证券。私募的发行范围小，一般以少数与发行人或经办人有密切关系的投资人为发行对象。通常，股份公司对本公司股东发行股票多采取私募的办法。私募的手续简单，费用低廉，但不能公开上市。公募，指发行人公开向投资人推销证券。在公募发行中，发行人必须遵守有关事实全部公开的原则，向有关管理部门和市场公布各种财务报表及资料，以供投资人决策时参考。公募发行须得到投资银行或其他金融机构的协助。这些金融机构作为证券发行的代销商或包销商，从中取得佣金或差价收入。在代销方式中，经销商只是充当代理人的角色，证券销售的风险由发行人承担。在包销方式中，经销商或者承购全部证券，尔后推销；或者先代销，对销售不出去的部分再承销。包销方式中的经销商冒较大的风险，当然也可能有更大的盈利机会。经销巨额证券的业务，往往不是由一家投资银行之类的金融机构单独进行，而是由一家牵头，组成推销银团。

初级市场在发挥融资功能的同时，还发挥价值发现与信息传递的功能。好的初级市场能够相对准确地确定金融资产价值。

二级市场也称次级市场，是对已经发行的证券进行交易的市场，当股东想转让股票或债券持有人想将未到期债券提前变现时，均需在二级市场上寻找买主。当希望将资金投资于股票或者债券等长期金融工具的人想进行此类投资时，可以进入二级市场，从希望提前变现的投资者手中购买尚未到期的证券，实现投资。因此，二级市场最重要的功能在于实现金融资产的流动性。如果没有二级市场，许多长期融资将无法完成。二级市场同样具有价值确定的功能。

活跃于二级市场上的经济主体有个人、机构、政府等，其中金融机构是最活

跃的主体，如投资银行、证券公司、保险公司、商业银行、投资基金等。它们既可以作为交易的代理人，从事证券经纪业务，收取佣金收入，又可以作为直接交易人，获取买卖差价收入和红利及利息收入。股票二级市场的主要场所是证券交易所，但也扩及交易所之外。债券二级市场则主要以场外市场为主。

初级市场与二级市场有着紧密的相互依存关系。初级市场是二级市场存在的前提，没有证券发行，自然谈不上证券的再买卖；有了发行市场，还必须有二级市场，否则，新发行的证券就会由于缺乏流动性而难以推销，从而导致初级市场萎缩以致无法存在。另外，如果一级市场价值发现功能较弱，也会影响二级市场的价值发现的效果。例如由于种种原因使一级市场定价普遍偏低时，会促使二级市场价格波动幅度加大，助长过度投机，不利于市场正常发展。

我国证券市场现阶段的主要特征

我国的证券市场自 1978 年经济体制改革与开放以来，从恢复到发展，已经成为社会经济生活中一个重要的组成部分。2000 年，证券发行总额达到 8 531.83 亿元，相当于当年国内生产总值的 9.5%（见表 6—4）。在国内证券市场上交易的股票与债券累计交易额在 2000 年达到 7.8 万亿元，相当于国内生产总值的九成。这意味着在我国金融活动中，通过证券市场实现的直接融资正在发挥越来越大的作用。

表 6—4　　2000 年证券发行与交易额　　单位：亿元

	合　计	相当于 GDP 的 %
债券发行额	6 428.80	7.1
股票发行额	2 103.03	0.2
证券发行总额	8 531.83	9.5
至 2000 年国债余额	7 009.32	78.4
1991—2000 股票累计发行额	6 558.72	
债券全年累计交易额	17 805.70	19.9
股票全年累计交易额	60 826.90	68.0

数据来源：中国证监会、中国债券信息网、上海证券交易所、深圳证券交易所。

我国证券市场的发展历史是短暂的，必然存在许多发展过程中难以避免的问题。然而最主要的问题是：一个作为市场充分发展标志的证券市场，却是在计划经济向市场经济转轨尚未最后完成的过程中建设的。从而出现的问题的的确确是市场经济的证券市场中所没有的。主要有以下几点：

其一，目前我国上市公司中绝大部分是国有企业。国有上市公司的固有问题

并没有通过转制为股份公司并取得发行股票的上市资格得到根本性的解决。如股份公司的独立运作是否得到充分保证，在国有股的一股独大的条件下是否可以保障中小股东的利益等问题，均较为突出。此外，如股东对经理人员的行为缺乏约束力；上市公司没有分红压力，权益融资成本低于债务融资成本；公司随意将股票市场上筹集的资金挪做他用，甚至将资产转移等等，均有待解决。

其二，在我国股票市场开放之初，考虑到国有资产归属问题，不允许国有股和法人股流通。这就形成了同一个股份公司的股票有的可以流通，有的不可以流通。从而同一个股份公司的股票也有两种价格：流通股的市场价格大大高于非流通股的账面价格。从理论上说，这与完善的证券市场是难以相容的。消除这种分割状态，原则上没有人反对。但这涉及利益再分配。所以，2000 年推行的“国有股减持”措施在金融市场上引出了相当大的波动，以致不得不停止推行。

其三，政府十分容易在市场运行中不自觉地扮演游戏规则制定者和游戏参与者的双重角色。政府角色的错位，为依照公平、公正、公开原则进行市场监管带来极大的难度。

或许还有其他问题；或许应有其他的剖析角度。全面地讨论这些问题不是本教材所能承担的任务。

第四节　衍生工具市场

衍生工具的迅速发展

金融衍生工具，顾名思义，是指一类其价值依赖于原生性金融工具的金融产品。原生的金融工具一般指股票、债券、存单、货币等。这在本章第一节就已说明。

金融衍生工具的迅速发展是 20 世纪 70 年代以来的事情。由于 70 年代高通货膨胀率以及普遍实行的浮动汇率制度，使规避通货膨胀风险、利率风险和汇率风险成为金融交易的一项重要需求。同时，各国政府逐渐放松金融管制；金融业的竞争日益加剧。这多方面的因素，促使金融衍生工具得以迅速繁衍、发展。

在金融衍生工具的迅速拓展中，还有一个极其重要的因素，那就是期权定价公式的问世。对期权如何定价，曾是一个多年研究而难以解决的题目。1997 年诺贝尔经济学奖金获得者斯科尔斯和默顿在 70 年代初，推出了他们据以获奖的期权定价公式，解决了这一难题。许多相关领域的定价问题也连带获得解决。如仅就衍生工具这个领域来估计他们的研究成就，人们有这样的形容：他们的期权

定价公式创造了一个巨大的衍生工具市场。

迄今为止，金融衍生工具已经形成一个新的金融产品“家庭”，其种类繁多，结构复杂，并且不断有新的成员进入。即使对金融市场上经验丰富的专家来说，也会为其品种之复杂、交易方式之新颖而困惑不解。对金融衍生工具进行分类是件不容易的事情。以下根据合约的类型、相关的原生资产、金融产品的衍生次序以及交易场所这四个标准做大致的区分。

按合约类型的标准分类

金融衍生工具在形式上均表现为一种合约（contract），在合约上载明买卖双方同意的交易品种、价格、数量、交割时间及地点等。目前较为流行的金融衍生工具合约主要有远期、期货、期权和互换这四种类型。其他任何复杂的合约都是以此为基础演化而来的。

远期（forwards）合约是相对最简单的一种金融衍生工具。合约双方约定在未来某一日期按约定的价格买卖约定数量的相关资产。远期合约通常是在两个金融机构之间或金融机构与其客户之间签署的。远期合约的交易一般不在规范的交易所内进行。目前，远期合约主要有货币远期和利率远期两类。

在远期合约的有效期以内，合约的价值随相关资产市场价格的波动而变化。若合约到期时以现金结清的话，当市场价格高于合约约定的执行价格时，应由卖方向买方支付价差金额；当市场价格低于执行价格时，则由买方向卖方支付价差金额。按照这样一种交易方式，远期合约的买卖双方可能形成的收益或损失都是“无限大”的。这个关系可以从图 6—2 中看出。

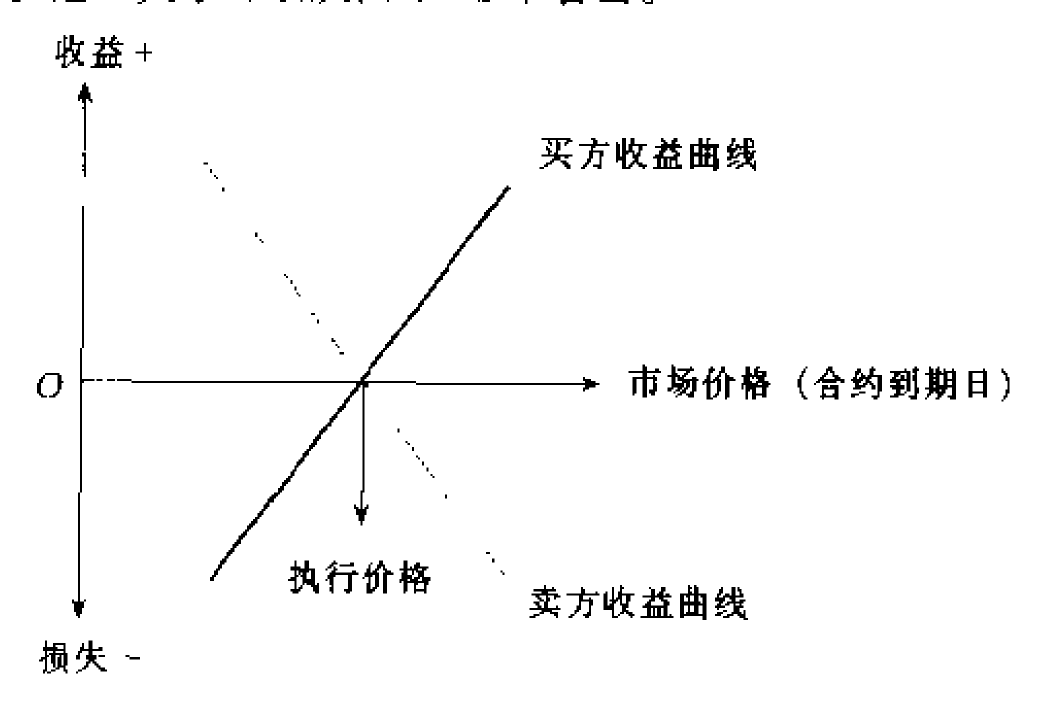


图 6—2 远期合约的收益/损失图示

期货（futures）合约与远期合约十分相似，它也是交易双方按约定价格在未来某一期间完成特定资产交易行为的一种方式；其收益曲线也与远期合约一致。两者的区别在于：远期合约交易一般规模较小，较为灵活，交易双方易于按各自的愿望对合约条件进行磋商。而期货合约的交易是在有组织的交易所内完成的，合约的内容，如相关资产的种类、数量、价格、交割时间、交割地点等，都有标准化的特点。比较起来，期货交易更为规范化，也更便于管理。

无论是远期合约还是期货合约，都为交易人提供了一种避免因一段时期内价格波动带来风险的工具；同时也为投机人利用价格波动取得投机收入提供了手段。最早的远期合约、期货合约中的相关资产是粮食。由于粮食市场的价格存在收获季节下降、非收获季节上升的季节性波动，为了避免由此给粮农带来收益的风险和给粮食买方带来货源不稳定的风险，产生了以粮食产品为内容的远期合约交易。17 世纪以后，标准化的合约开始出现，也逐渐形成了完整的结算系统，期货交易得以发展。进入 20 世纪 70 年代，金融市场的动荡和风险催生出金融期货，如利率期货、外汇期货、股票价格指数期货等。

期权（options）合约是指期权的买方有权在约定的时间或约定的时期内，按照约定的价格买进或卖出一定数量的相关资产，也可以根据需要放弃行使这一权利。为了取得这样一种权利，期权合约的买方必须向卖方支付一定数额的费用，即期权费（option premium）。按照相关资产的不同，金融期权有外汇期权、利率期权、股票期权、股票价格指数期权等。

期权分看涨期权（call option）和看跌期权（put option）两个基本类型。看涨期权的买方有权在某一确定的时间以确定的价格购买相关资产；看跌期权的买方则有权在某一确定时间以确定的价格出售相关资产。期权又分美式期权和欧式期权。按照美式期权，买方可以在期权的有效期内任何时间行使权利或者放弃行使权利；按照欧式期权，期权买方只可以在合约到期时行使权利。由于美式期权赋予期权买方更大的选择空间，因此较多地被采用。

期权这种金融衍生工具的最大魅力，在于可以使期权买方将风险锁定在一定范围之内。因此，期权是一种有助于规避风险的理想工具。当然，它也是投机者理想的操作手段。如果不考虑买卖相关资产时的佣金等费用支出，对于看涨期权的买方来说，当市场价格高于执行价格时，他会行使买的权利，取得收益；当市场价格低于执行价格时，他会放弃行使权利，所亏损的不过限于期权费。对于看跌期权买方来说，当市场价格低于执行价格时，他会行使卖的权利，取得收益；反之则放弃行使权利，所亏损的也仅限于期权费。因此，期权对于买方来说，可以实现有限的损失和无限的收益，见图 6—3（a）与图 6—3（b）。

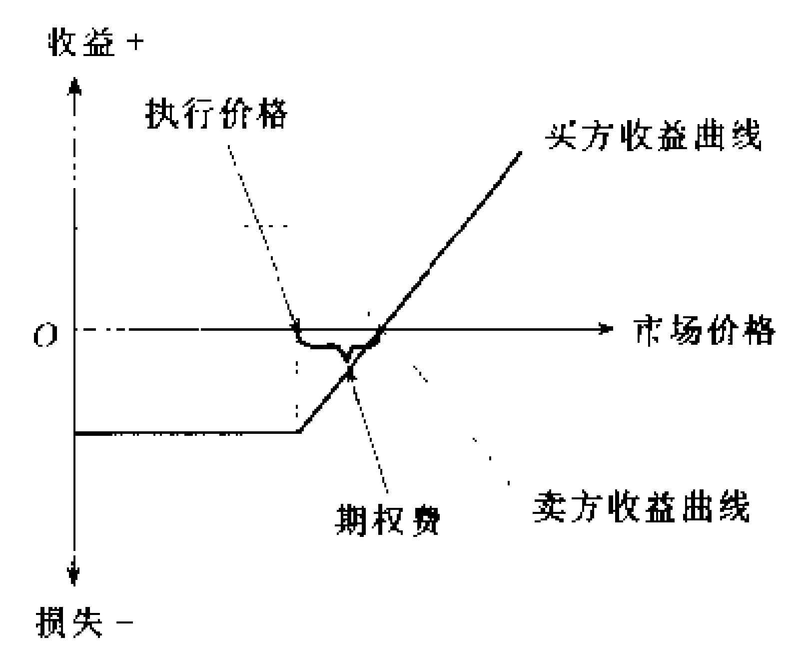


图 6—3(a)　看涨期权的收益/损失图示

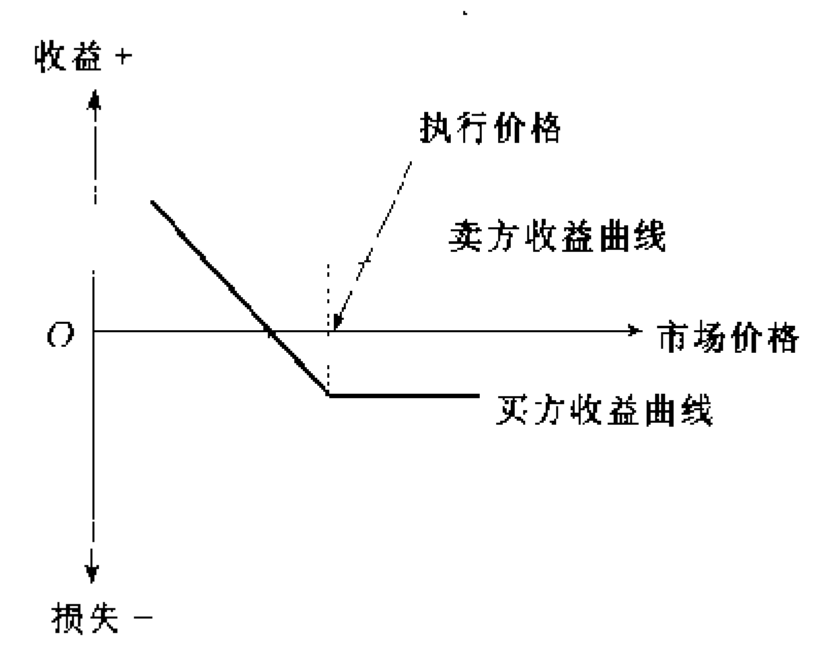


图 6—3(b)　看跌期权的收益/损失图示

如果说，期权对于买方来说，可以实现有限的损失和无限的收益，那么对于卖方来说则恰好相反，即损失无限而收益有限。那么，在这种看似不对称的条件下为什么还会有期权的卖方？

看起来，期权交易赋予了买方太多的好处，又给期权卖方太多的责任与风险，似乎买卖双方的权利与义务不对称。自然会产生一系列疑问：谁愿意充当期权合约的卖方？没有人卖，何以买？何以成交？其实卖方所以愿意卖出期权合约，肯定认为此举对他有利。譬如，如果你认定相关资产的价格将会上涨，那么，卖出几份看涨期权合约，使自己不费任何本金即可坐收期权费的收入。当然，这样做是要冒很大风险。1987 年 10 月 19 日以前很长一段时间内，美国股市持续上涨，空前繁荣。许多股票经纪人建议投资人卖出股票指数看跌期权以获取期权费收入。没想到，10 月 19 日股市暴跌，看跌期权卖方不得不配合对方行

权：以高价买入对方出售的股票，亏损惨重。

但如果将卖出期权与买入期权，以及与买入现货资产结合起来，风险就不会这么集中。比如，购置了一块土地，价格10万元；预期未来一年中土地的价格可能下降，价格波动在9.6－10万元之间。为了规避风险，可以4 000元的价格出售一份这块土地的看涨期权合约，执行价定为11万元。如果未来一年中土地的价格上涨，超过11万元，对方就会行权，就会获得1.4万元（11－10＋0.4）的净收入；如果价格下降，对方不会行权，资产价值就相当于这时的土地价格加上4 000元的期权费，只要土地价格没有降到9.6万元以下，就不会亏本。与不出售这份合约比较，抵御风险的能力提高了4 000元。因此，卖出期权也具有避险、保值的功能。

互换（swaps），也译作“掉期”、“调期”，是指交易双方约定在合约有效期内，以事先确定的名义本金额为依据，按约定的支付率（利率、股票指数收益率等）相互交换支付的约定。以最常见的利率互换为例，设确定的名义本金额为1亿元，约定：一方按期根据以本金额和某一固定利率计算的金额向对方支付，另一方按期根据本金额和浮动利率计算的金额向对方支付。当然实际只支付差额。互换合约实质上可以分解为一系列远期合约组合，如这里所举的例子就是两个远期合约的组合。互换的收益曲线亦大致同于远期合约。

按相关资产的标准分类

按照金融衍生工具赖以生存的相关资产即原生资产分类，可以分为货币或汇率衍生工具、利率衍生工具、股票衍生工具。

货币或汇率衍生工具包括远期外汇合约、外汇期货、外汇期权、货币互换；利率衍生工具包括短期利率期货、债券期货、债券期权、利率互换、利率互换期权、远期利率协议等；股票衍生工具包括股票期权、股票价格指数期权、股票价格指数期货、认股权证、可转换债券等。

按衍生次序的标准分类

金融衍生工具的发展经过了一个由简至繁的演变过程。按照这种演变次序，金融衍生工具可以分为三类：一般衍生工具、混合工具、复杂衍生工具。

一般衍生工具是指由传统金融工具衍生出来的比较单纯的衍生工具，如远期、期货、简单互换等。一般衍生工具在20世纪80年代后期已经十分流行。由于激烈的市场竞争，这类金融工具的价格差异日益缩小，金融机构靠出售这种金融衍生工具所获得的利润有不断下降的趋势。

混合工具是指传统金融工具与一般衍生金融工具组合而成的，介于现货市场和金融衍生工具市场之间的产品。如可转换债券就是其中的一种。可转换债券是指：在约定的期限内，在符合约定条件之下，其持有者有权将其转换（也可以不转换）为该发债公司普通股票的债券。作为债券，它与普通债券一样；而具有是否转换为股票的权利，则是期权交易的性质。由于具有可转换的性质，债券利率低于普通债券，这有利于发行者降低筹资成本；也正是由于具有可转换的选择，增加了投资者的兴趣。

复杂的衍生工具是指以一般衍生工具为基础，经过改造或组合而形成的新工具，所以又称"衍生工具的衍生物"。主要包括：期货期权，即买进或卖出某种期货合约的期权；互换期权，即行使某种互换合约的期权；复合期权，即以期权方式买卖某项期权合约；特种期权，即期权合约的各种条件，如相关资产、计价方法、有效期等均较为特殊的期权，等等。

金融衍生工具的双刃作用

迅速发展的金融衍生工具，使规避形形色色的金融风险有了灵活方便、极具针对性且交易成本日趋降低的手段。这对现代经济的发展起了有力的促进作用。甚至可以说，没有金融衍生工具，今天的经济运作是难以想像的。

但衍生工具的发展也促成了巨大的世界性投机活动。目前世界性的投机资本，其运作的主要手段就是衍生工具。衍生工具的交易实施保证金制度。在这种交易中的保证金是用以承诺履约的资金；相对于交易额，对保证金所要求的比例通常一般不超过10%。因而投机资本往往可以支配5～10倍于自身的资本进行投机操作。对于这样的过程，人们称之为"高杠杆化"。据估计，20世纪90年代中，国际性投机资本总额超过1 000亿美元，放大5～10倍，则为5 000亿美元～10 000亿美元。无疑，这对金融市场是一个极其巨大的冲击力量。

衍生工具的投机，成功，可以获得极高收益；失败，则会造成严重后果。就一个微观行为主体来看，如1995年，英国老牌巴林银行，竟然由于它的一个分支机构的职员进行衍生工具投机失败而宣告破产；1994年美国首富县份之一的加州奥兰治县由于投资衍生工具出现15亿美元的账面亏损而申请破产法保护，等等。

在国际金融投机中，投机资本利用衍生工具冲击一国金融市场并造成该国金融动荡和危机也有几个例子。如由于受到国际投机资本的冲击，1992年英镑退出欧洲汇率体系；1997年7月泰国放弃了泰铢对美元的固定汇率并引发了东南亚的金融大震荡等。

我国目前的金融衍生工具市场仅处于起步阶段。品种少，规模小。但随着资本市场的发展和金融风险的提高，衍生工具市场必然有较快的发展。当然放开这一市场，必须做好充分的准备。

第五节　投资基金

投资基金及其发展历史

投资基金（investment funds）是一种利益共享、风险共担的集合投资制度。投资基金集中投资者的资金，由基金托管人委托职业经理人员管理，专门从事证券投资活动。

投资基金一般由发起人发起设立，通过发行证券募集资金。基金的投资人不参与基金的管理和操作，只定期取得投资收益。基金管理人根据投资人的委托进行投资运作，收取管理费收入。

投资基金之所以获得如此迅速的发展，与一系列复杂的因素如金融市场发展程度、金融风险程度、社会专业化分工程度等等有关。在金融市场不发达、专业化分工程度不高的社会中，因为交易品种少，交易技术简单，证券投资者即便不是专业人士，也可以应付自如，甚至取得不错的业绩。但随着证券市场品种增加，交易的复杂程度提高，专营此道的专业人士与其他人比较，在经营业绩方面的差距越来越大。将个人不多的资金委托给专门的投资管理人集中运作，也可以实现投资分散化和降低风险的效果。此外，各国养老金制度的建立和发展，也为集合式基金运作模式的发展起到了巨大的推进作用。

投资基金作为一种金融制度设计，在国外已有一百多年的历史。最早的投资基金成立于19世纪的英国。1868年，英国创立了世界上第一家基金机构，名为“海外和政府殖民地信托组织”，专门从事对英国本土以外的殖民地投资——主要购买殖民地的公司债券。当时的投资基金并非现代意义的投资基金，在组织形式上和管理上比较粗糙，骗取钱财的事件屡有发生。比较完善的现代投资基金组织管理模式，是经过一个多世纪的发展才形成的。

20世纪40年代以后，投资基金的规模与种类迅速增加。进人20世纪80年代，投资基金获得了迅猛发展，已成为当代国际金融市场演进的一个重要特征，受到广泛的重视。目前，全球的基金总资产约11万亿美元左右。

美国是目前投资基金业最发达的国家，投资基金已经成为最普遍的投资方式。1995年，美国开放式、封闭式以及货币市场基金资产净值达到近3万亿美

元，相当于所有金融机构资产总额的19%。2001年，美国开放式与封闭式基金的数量达到8 700多个，净资产达到7万多亿。[1] 20世纪90年代其他国家和地区的投资基金也有很快速的发展。目前日本有2 000多个基金，英国有近1 500个基金，中国香港有近1 000个基金。

关于我国投资基金的发展情况，将在第八章第三节讲述。

契约型基金和公司型基金

按照基金的法律地位划分，可以有契约型基金（contractual type investment fund）和公司型基金（corporate type investment fund）两类。

契约型基金是根据一定的信托契约原理组建的代理投资制度。委托者、受托者和受益者三方订立契约，由经理机构（委托者）经营信托资产；银行或信托公司（受托者）保管信托资产；投资人（受益人）享有投资收益。契约型基金在实际运作中还分为单位型（unit funds）与基金型（funding funds）两种。单位式契约基金有确定的筹资规模、有确定的存续期限，到期信托契约自动解除，基金终止。基金式契约基金的筹资规模和存续期均没有严格限定，投资人可以比较灵活地随时向基金买卖受益凭证，与基金建立信托契约或解除信托契约。受益凭证的价格根据基金净资产价值调整。这种运作方式类似于开放式基金。

公司型基金是按照股份公司方式运营的。投资者购买公司股票成为公司股东。股东大会选出董事会成员，后者选出公司总经理。公司选择某一投资管理公司（investment management company），委托管理本公司的资产。公司型基金涉及四个当事人：投资公司，是公司型基金的主体；管理公司，为投资公司经营资产；保管公司，为投资公司保管资产，一般由银行或信托公司担任；承销公司，负责推销和回购公司股票。

公司型基金分为封闭式和开放式两种。封闭式基金（close-end fund）发行的股票数量固定不变，发行期满基金规模就封闭起来，不再增加和减少股份。已发行出去的股票如果要继续买卖，需要在股票二级市场上进行，股票的交易价格与基金的每股净资产不一定一致。开放式基金（open-end fund）也称为共同基金（mutual fund）。与封闭式基金不同的是，开放式基金的股票数量和基金规模不封闭：投资人可以随时根据需要向基金购买股票以实现投资，也可以回售股票以撤出投资。开放式基金的价格与基金的每股净资产一致。也就是说，基金运作的好坏、资产升值或贬值的程度可以随时反映在股票价格上。由于不封闭股票数量和

---

① 资料来源：美国投资公司协会。

基金规模，并且价格透明程度高，开放式基金比封闭式基金对管理人提出了更高的要求。

近年来，在国外，开放式基金的发展速度远远快于封闭式基金。表6—5中有关数据显示出美国基金业的这个特征。由于开放式基金对基金管理人的管理水平有更高的要求，所以基金业发展初期基本多以封闭基金为主。

表6—5　　1985—1995年美国投资基金资产净额　　单位：亿美元

年　度	合　计	封闭式基金*	开放式基金	货币市场基　金	金融机构资产总额	基金资产/金融机构资产
1985	4 598.14	6.14	2 517	2 075	46 611	9.86%
1986	6 575	50	4 242	2 283	60 600	10.85%
1987	7 175	90	4 538	2 547	63 915	11.23%
1988	7 646	200	4 723	2 723	85 920	8.90%
1989	9 216	90	5 539	3 587	95 977	9.60%
1990	9 892	60	5 685	4 147	101 531	9.74%
1991	13 167	110	8 531	4 526	107 898	12.20%
1992	15 694	180	11 001	4 513	114 366	13.72%
1993	19 910	190	15 101	4 619	122 963	16.19%
1994	20 579	70	15 505	5 004	127 587	16.13%
1995	26 974.8	4.8	20 673	6 297	138 152	19.53%

* 封闭式基金净资产按照首次发行时募集的资金计算。

资料来源：《1996年共同基金报告书》美国华盛顿特区：投资公司研究所。

目前，我国的证券投资基金主要是封闭式基金。截至2001年底，开放式基金只有3家。

公募基金和私募基金

如果按照基金的资金募集方式和资金的来源划分，可以将基金分为公募基金和私募基金。公募基金是以公开发行证券筹集资金方式设立的基金。目前大多数基金属于公募基金。私募基金是以非公开发行证券方式募集资金所设立的基金。

私募基金面向特定的投资群体，满足对投资有特殊期望的客户需求。私募基金的投资者主要是一些大的投资机构和一些富人。美国的私募基金的合伙人要取得投资资格需要一定的条件，这些条件决定了只有富人才能参与私募基金。如索罗斯领导的量子基金的投资者都是超级大富翁，或是金融寡头，或是工业巨头。量子基金的投资者不足100人，每个投资者的投资额至少100万美元，多则1 000万美元。

私募基金一般是封闭式基金。在封闭期间，合伙投资人如果要抽资必须提前

30日甚至3年告知。基金的封闭期限一般为5年或10年。确定这一期限的根据是，经济周期一般为4～5年，而基金的投资期限一般要大于一个经济周期，因为只有这样才能够保证基金经理有充足的时间来运作。私募基金的组织结构比较简单，属于合伙制，不设董事会，由一般合伙人负责基金的日常管理和投资决策。美国约1/4的私募基金总资产不超过1 000万美元，它们的运作通常是在仅有一两个人的办公室里进行。

私募基金往往有特定的投资方向，如进行特定产业的投资、风险投资、证券投资等等。

我国现在存在不规范的私募基金，第八章第三节有简单介绍。

对冲基金

对冲基金（hedge fund）是私募基金的一种，是专门为追求高投资收益的投资人设计的基金，风险极高。其最大的特点是广泛运用期权、期货等金融衍生工具，在股票市场、债券市场和外汇市场上进行投机活动。估计2001年全球对冲基金管理的资产规模最少达到5 000亿美元，而10年前的这个数字估计只有150亿美元，即只有10年规模就壮大35倍，增长幅度惊人。

对冲基金这种投资形式最早出现在1949年的美国。一位叫钟斯的基金经理通过一方面买空一些股票同时抛空另一些股票的做法，实现不论市况好坏，都有能力为投资者保本增值的理念。以后，对冲基金在美国富有的投资者中大受欢迎。

从投资策略上看，对冲基金可以分为宏观基金与相对价值基金两大类。宏观基金主要利用各国宏观经济的不稳定性进行环绕宏观经济不均衡波动的套利活动。宏观基金收集世界各国的宏观经济情况并进行研究，当发现一国的宏观经济变量偏离均衡值，便集中资金对目标国的股市、利率、汇率、实物进行大规模的反向操作。如面对宏观经济过热进行预期资产价格下跌的操作。当该国宏观经济形势逆转，资产价格将大幅贬值，宏观基金就会从中获得巨额的收益。宏观基金对全球金融体系的破坏性较大，常常被指责为金融危机的制造者。比较著名的宏观基金是索罗斯领导的量子基金。相对价值基金与宏观基金不同，它一般不冒较大的市场风险，只对密切注视相关证券的相对价格进行投资。由于证券的相对价格差异一般较小，如果不用杠杆效应的话，就无法取得高额的收益。因此，相对价值基金更倾向于使用高杠杆操作。最著名的相对价值基金是美国的长期资本管理公司（LTCM）。

对冲基金的主要运作特点是：（1）黑箱操作，投资策略高度保密。国外一般

的做法是，无须像公募基金那样在监管机构登记、报告、披露信息，外界很难获得对冲基金的系统性信息。(2) 高度杠杆操作。对冲基金一般都大规模地运用财务杠杆扩大资金运作规模。一般情况下，基金运作的财务杠杆倍数为2~5倍，最高可达20倍。一旦出现紧急情况，对冲基金的杠杆倍数会更高。如长期资本管理公司在运作期间，几乎向世界上所有的大银行融通过资金；在1998年8月出现巨额亏损前夕，杠杆比率高达56.8倍，并在此基础上建立了1.25万亿美元的金融衍生交易仓盘，总杠杆比率高达568倍。在高度财务杠杆的作用下，如果基金经理预测准确，则基金能够获取极大的回报；一旦基金经理预测失误，财务杠杆也会成倍地放大损失的数额。(3) 主要投资于金融衍生市场，专门从事各种买空、卖空交易。对冲基金大多采用精确的数量分析模型，实行程序化投资决策管理。(4) 操作手法多样，更多地呈现全球化特征。

我国现阶段尚不存在这样意义的对冲基金。

风险投资基金

这也是一种以私下募集资金的方式组建的基金，可以归入私募基金类。但与对冲基金以及证券类私募基金不同的是，风险投资基金 (venture fund) 以直接权益投资 (equity investment) 的方式，对尚未上市但有很好成长前景的公司进行投资。由于这类作为投资对象的公司一般还处于创业阶段，通常也译作创业投资基金。风险投资基金通过对创业企业，尤其是科技型创业企业提供权益资本，并通过资本经营服务直接参与企业的创业历程，以获取企业创业成功后的高资本增殖。风险投资基金一般通过私下转让或公司上市以后公开售卖股票的方式，将投资的资本金收回并获得投资利润。由于这类基金并不是采取在公开市场上购买股票的方式进行权益投资，因此，不属于证券类投资基金。

目前世界上风险投资基金规模最大的国家是美国。1959—1963年，那时美国的这种基金总资金规模为4.64亿美元。进入80年代，发展速度加快，1984年以后，新募集的资金每年保持30亿美元的增长速度。1998年，新募集的总资本达到240亿美元。

我国风险投资基金的发展情况见第八章第三节。

收益基金、增长基金、收益与增长混合基金

如果按照对投资收益与风险的设定目标划分，投资基金可以分为收益基金 (income funds)、增长基金 (growth funds)、收益与增长混合基金三类。

收益基金追求投资的定期固定收益，因而主要投资于有固定收益的证券，如

债券，优先股股票等。收益基金不刻意追求在证券价格波动中可能形成的价差收益，因此，投资风险较低，当然，投资的收益率也会比较低。

增长基金追求证券的增值潜力。通过发现价格被低估的证券，低价买入并等待升值后卖出，以获取投资利润。增长基金还可以进一步分为长期增长基金（long-term growth funds）与高增长基金（go-go growth funds）。长期增长基金重视资金的长期增值，一般选择有长期增长潜力的企业作为投资对象。高增长基金追求投资收益的更高增长，往往选择处于创业期或不很成熟的企业作为投资对象，投资的风险也会随之增大。

收益与增长混合基金既追求固定收益，又追求收入增长，因而在投资风格上兼具收益型基金和增长型基金的特点，选择有固定收益的证券和有增长潜力的证券作为投资对象。

债券基金、股票基金、混合基金与货币市场基金

如果按照基金的投资品种划分，投资基金可以分为债券基金、股票基金、混合基金与货币市场基金（money market funds）。

债券基金是专门投资于债券类资产的基金，以取得固定收益；投资收益和风险均较低。股票基金是专门投资于风险较高的股票资产的基金。混合型基金则综合债券基金与股票基金的特点，既投资于债券，又投资于股票。

货币市场基金是投资于第二节所提及的货币市场金融产品的基金，专门从事商业票据、银行承兑汇票、可转让大额定期存单及其他短期类票据的买卖。货币市场基金的投资风险低，流动性很好，允许投资人随时提取所投资金，类似于在银行的存款，但收益率又比银行存款利率高。因此十分受欢迎。该基金最早产生于20世纪70年代的美国。在美国，货币市场基金与银行存款惟一不同的是：不对本金保险。

股票基金、债券基金、混合基金与货币市场基金这四类基金的规模对比不是一成不变的。它取决于股票市场、债券市场以及货币市场的相对繁荣程度。当股票市场价格高涨时，股票基金的资金规模会有较快的增长，而债券基金及货币市场基金的增势则相对较弱。反之，股票市场低迷时，债券基金和货币市场基金会十分活跃。这种变化关系反映了资金在不同市场之间的流动——由各个市场风险与收益的相对变化所导致的流动。例如，美国1990—2000年的11年中，随着股票市场的持续走强，股票基金规模发展速度最快：共同基金中的股票基金总资产规模从2 395亿美元增加到39 623亿美元，增长了15.54倍。2000年下半年，随股市指数走低，股票基金的资产规模开始下降。2000年比上一年减少了796

亿美元。[1]

养老基金

养老基金（pension fund）是一种用于支付退休收入的基金，是社会保障基金的一部分。养老基金通过发行基金股份或受益凭证，募集社会上的养老保险资金，委托专业基金管理机构用于产业投资、证券投资或其他项目的投资，以实现保值增值的目的。近年来全球养老基金总额迅速增长，1999 年达到 13 万亿美元，比 5 年前的 1994 年增长了 95%。美国的养老基金占全球总额的 3/5，日本的养老基金总额位居第二，英国的养老基金居第三位。其他欧洲国家的此类基金在全球所占的比例较小。亚洲养老基金的规模目前大约相当于美国的1/4，有估计，今后 30 年内将以每年 6% 的幅度增长，到 2030 年可能达到 12 万亿美元。在亚洲国家中，养老基金市场增长最快的是中国、印度尼西亚、菲律宾、印度和马来西亚。据世界银行估计，到 2030 年，中国的养老基金市场将达到 8 万亿美元。

养老金是社会保障体系的一部分，因此，各国政府对养老基金的管理均有详细的方案设计和规定。从各国的做法看，养老基金有公共基金和私人基金。公共基金是专门为政府雇员设立的基金，由政府主办，通常也是最大的基金。私人养老基金是为满足公司雇员的养老需求所设立的基金，由雇主和雇员出资建立。在加拿大和美国，排名前 10 家的养老基金中有 8 家是政府雇员养老基金。但是，近年来世界各国养老金制度改革的趋势是，减少公共养老金的规模，扩大私人养老金的规模。

养老基金一般投资于公司股票、公司债券、政府债券。根据国际劳工组织提供的统计资料，允许社会保险基金投资的国家中，其保险基金投资比例一般为：公司股票 60%、公司债券 17%、政府债券 6%、短期贷款 3%、抵押贷款 11%、房地产 3%。在美国，各类养老保险基金是美国证券市场的主要投资者，在基金业中所占的比重为 55%；英国的养老基金业占欧洲总数的一半，养老保险基金的 90% 投入国内各类有价证券。随着人口老龄化程度的提高，养老基金汇聚了越来越大的社会财富，其投资活动对于投资基金行业以及金融市场的发展，都起着举足轻重的作用。

养老基金的管理者在管理养老基金时，一般采取内部管理、外部管理以及

---

① 中国社会科学院金融研究中心投资基金课题组：《美国投资基金的现状及走势》，中国证券报，2001-10-24。

内、外部管理结合这三种方式。内部管理模式是自己管理全部的养老金资产；外部管理模式是使用外部资金管理人，把养老金资产分配给一个或多个资金管理公司管理；内、外部管理结合的模式则兼具前两种模式的特点。

1984年，我国开始了城镇养老保险的改革。1997年国务院关于统一企业职工基本养老保险的规定确定了中国城镇养老保险系统改革的方向。到2002年，我国养老基金预计将达到1 000亿元，并在今后几年以30%以上的速度递增。随着我国人口老龄化和国企改革的深化，2003年我国将迎来养老保险支付的一个高峰。

第六节　外汇市场与黄金市场

外汇市场的概念与功能

国际支付中要求进行各种货币的兑换，这类兑换的要求是多方面的：

——在一国之内，出口商取得外汇收入，需要将其换成本国货币，用于国内购买出口品；另一些进口商则需要将本国货币兑换成外汇，用于进口。这是本币与外汇相互之间的兑换要求。

——发达的国际贸易通常都不仅限于双边贸易，而是多边贸易和多边支付。例如法国商品出口德国，取得德国马克，但法国出口商人需要将其换成日元，以便从日本购进技术、设备；同样，日本商人又可能需将日元换成美元，以从美国购进所需商品，等等。显然，这里更需要进行多种货币兑换才能顺利完成国际间的多边贸易。

——还经常出现这样的情况，例如从伦敦市场借得一笔英镑贷款，却需将其兑换成美元，以便从美国进口所需设备。

外汇市场（foreign exchange market，exchange market），即进行外汇交易的场所，正是适应这些需要而产生的。

从组织形式看，国际上外汇市场的形式大体可分为两类：一类是有固定交易场所的有形外汇市场。如法国的巴黎、德国的法兰克福、比利时的布鲁塞尔等市场。在这种市场上，外汇交易者均按规定时间到交易场所进行交易。但许多交易也可在商业银行之间进行。另一类是没有具体交易场所的无形外汇市场，外汇交易完全由交易者通过电话、电报、电传等通讯工具进行。世界上大多数外汇市场，如伦敦、纽约、东京、新加坡、香港等市场，都没有固定交易场所。即使在有固定场所的外汇市场中，许多交易也是通过各种通讯工具进行。可以随时向世

界各地通报市场行情，并随时承接来自世界各地的交易。因此，现代的国际外汇市场实际上已成为交易人之间进行外汇交易的一个普及全世界的电讯网络。

据国际清算银行统计，1998 年全球外汇每天的成交量达到 1.5 万亿美元。在当今国际金融和国际贸易领域中，外汇市场正发挥着越来越重要的作用。跨国的生产、交易、投资都要通过外汇来进行，外汇市场交易为这种国际经济贸易往来提供了货币兑换和结算的便利。同时，外汇市场也为金融资本的输出、国际垄断资本的对外扩张和外汇投机等提供角逐场所。

外汇市场的参与者和交易方式

外汇市场的参与者有外汇银行、外汇经纪人、中央银行，以及众多的进出口商、非贸易外汇供求者和外汇投机者。

外汇银行是指由中央银行授权经营外汇业务的本国银行，和在本国的外国银行分行以及其他从事外汇经营的有关金融机构。外汇银行是外汇市场的交易主体。它不仅充当外汇供给者和外汇需求者的主要中介人，出于平衡头寸、保值或谋利的需要，外汇银行也自行买卖外汇，参与外汇市场投机活动。

外汇经纪人是专门从事介绍外汇买卖成交的人。他们自己一般不从事外汇买卖，而是依靠同外汇银行的密切联系和掌握的外汇供求信息，促成双方交易，从中赚取手续费。

为了防止国际短期资金大量流动的冲击，中央银行负有干预外汇市场的职责：外汇短缺时大量抛售，外汇过多时大量收购，以使汇率不致发生剧烈的波动。

外汇市场主要业务，与其他金融市场一样，相应有：(1) 即期外汇交易，又称现货交易。它又分为电汇、信汇和票汇。三种不同汇款业务方式，分别产生电汇汇率、信汇汇率和票汇汇率。其中电汇汇率是外汇市场的基本汇率。(2) 远期外汇交易，并产生远期汇率，它与即期汇率之间通常有一定差额。进行远期交易有不同的目的：如进出口商为了避免汇率风险，预先买进或卖出远期外汇；资金借贷者为防止国外投资或所欠国外债务到期时汇率变动蒙受损失而进行远期交易；外汇银行为平衡外汇头寸，外汇投机者为赚取利润而从事投机性远期交易等。(3) 外汇期货交易，是在有形交易市场、根据成交单位、交割时间标准化的原则，按约定价格进行远期外汇买卖的一种业务。这项业务是第二次世界大战后金融创新的产物。(4) 在外汇领域的衍生工具的交易，如外币期权交易、外汇掉期业务等。由于管制等原因，外汇交易还有许多复杂的形式。

我国外汇市场的演变

改革开放前，与计划经济体制以及外汇收支实行统收统支制度相适应，人民币汇率由国家确定和调整，不存在外汇市场。1979 年，随着对出口企业实行外汇留成制度，允许留成的外汇相互调剂，在此基础上逐步产生了外汇调剂市场，形成了调剂汇率。当时的外汇调剂市场是一个初级形式的外汇市场，按照行政区划设置，实际上是企事业单位之间外汇余缺调剂的市场，尚不属于以金融机构为主体的规范化的外汇市场。

在 1994 年外汇管理体制进行的重大改革中，官方汇率和外汇调剂市场汇率并轨，实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度，建立了全国统一的银行间外汇市场。从市场结构来看，我国外汇市场有两个层次：第一个层次是客户与外汇指定银行之间的零售市场，又称银行结售汇市场；第二个层次是银行之间买卖外汇的同业市场，又称银行间外汇市场——包括银行与银行相互之间进行的外汇交易，以及外汇指定银行与中央银行之间进行的外汇交易。另外，与官方外汇市场对应的，还存在非法的外汇交易，即外汇黑市。

银行间外汇市场

我国银行间外汇市场采取有固定交易场所的有形市场的组织形式。正式名称为中国外汇交易中心系统。上海为中国外汇交易总中心。中国外汇交易中心实行会员制。凡是在中国境内注册、经主管机关批准设立，并允许经营外汇业务的金融机构及其授权代表上述金融机构在外汇交易中心系统进行交易的分支机构，均可以向中国外汇交易中心提出会员资格申请，经审核批准，可成为交易中心的会员。截至 2000 年底，中国外汇交易系统共有 342 家会员，其中自营兼代理会员 232 家，代理会员 110 家。中央银行的“公开市场操作室”作为会员，对外汇市场进行适时的干预与调控。

银行间外汇市场实行分别报价、价格优先、时间优先以及计算机撮合成交的交易原则。同时，实行公开价格制度：在每场开市前报出前场交易的开盘价、收盘价和加权平均价，前场成交的加权平均价为当日交易市场的中心汇率。在每场交易进行中报出当日交易的最高、最低和最新成交价。

银行间市场交易以美元对人民币的交易为主。1994 年 4 月至 2001 年 9 月底，中国外汇交易系统累计成交折合 4 217.4 亿美元。其中，美元成交量占到 95% 以上。

银行结售汇市场

1994 年的外汇体制改革，取消了外汇留成与上缴，实行银行结售汇制度。

银行结售汇市场是我国的外汇零售市场。在结售汇制度下，办理结售汇业务的银行是外汇指定银行。外汇指定银行根据人民银行公布的基准汇率，在规定的幅度内制定挂牌汇率，办理对企业和个人的结售汇。

银行结售汇包括结汇、售汇和付汇。结汇是指企业和个人通过银行或其他交易中介卖出外汇换取本币；售汇是指企业和个人通过银行或其他交易中介用本币买入外汇；付汇是指企业和个人通过金融机构对外支付外汇。

在结售汇制度下，外汇指定银行使用自有的本币、外币资金办理结售汇。银行有时买多，有时卖多，这就会引起银行外汇持有量的变化。当银行的外汇头寸超出或低于周转所必要的数额时，就需要在银行之间进行外汇头寸的相互调节和平补的交易。

外汇黑市

外汇黑市上的需求，主要包括两部分：一部分是本身即属非法交易，如走私、洗钱、非法转移个人资产、违规对外投资等交易所形成的需求。另一部分是一些正当需求，如超限额的个人因私用汇、符合国家规定的对外投资等。但或因审核手续烦琐，或因对有关规定不清楚，或因国家对购汇有所限制等，进入非法渠道获得。黑市上的外汇供给则有的是黑钱，有的也是合法收入，但试图赚取黑市的汇价差。

外汇黑市上的价格通常高于官方公布的汇价，主要是因为黑市价格形成一般包括人民币汇率贬值预期。而且，由于黑市交易是违法违规的交易，因此，从黑市兑换要包含一定的风险溢价。

当前我国境内的外汇黑市交易方式，除人民币与外币现钞的现场兑换、现金交易外，还有互相交换本外币存单的方式，以及不涉及人民币的跨境交割的地下汇兑方式。此外，还有些内地企业与较熟识的境外业务伙伴进行所谓的"货币互换"，即内地企业直接在内地为境外企业提供人民币进行各种支付，境外企业在境外以约定的汇率折成外币偿还。

由于外汇黑市交易通常与走私、洗钱、非法资产转移等活动联系在一起，因此，一直是国家严厉打击的目标，也是国家规范和整顿市场经济的重点。同时，管理部门还不断创造条件，通过放宽用汇限制，满足企业和个人合理的外汇需求的措施，从源头减少非法外汇交易。

黄金市场的历史发展

历史上，黄金曾在世界范围内长期充当一般等价物的角色，是现实经济生活

中实实在在的购买手段和支付手段。金本位瓦解和金币停止流通之后，黄金依然保持其货币属性直至20世纪70年代的黄金非货币化。非货币化之后，黄金还是各国国际储备资产的一部分。

多数国家禁止国内的黄金贸易。但在国际上，在若干全球经济中心，则一直存在国际黄金市场。世界上最早的国际黄金市场于19世纪初在伦敦产生。

第二次世界大战爆发后，各资本主义国家实行外汇管制，规定黄金要出售给官方外汇管理机构或指定的国家银行。1944年，布雷顿森林会议决定成立国际货币基金组织，各成员国同意以美元作为储备货币，将本国货币与之挂钩，保持固定汇率制，而美国则向各国承诺按每盎司35美元的价格无限制的兑换黄金。由于黄金的自由交易受到很大限制，伦敦黄金市场曾关闭了15年。

战后，各国对黄金管制有所放松，瑞士的苏黎世率先进入国际黄金市场行列。1954年3月，英格兰银行才宣布重新开放伦敦黄金市场。1968年3月七国集团的中央银行宣布实行黄金“双价制”，即各国中央银行仍按官方价格兑换黄金，而私人黄金交易则须在自由市场进行，由供求决定价格。布雷顿森林体制瓦解后，1973年11月巴塞尔会议宣布正式取消“双价制”，不再维持美元与黄金官方比价，改为自由浮动。黄金自此便直接受市场供求所支配，世界黄金市场成为自由交易市场。世界上多数国家，也先后解除黄金管制，开放了国内的黄金市场。纽约、芝加哥、香港都先后成为重要的国际黄金市场，连同伦敦、苏黎世一起组成了国际黄金市场的统一整体，世界各国可以在24小时内连续进行交易。

黄金市场的金融功能

黄金的用途过去有相当大的部分是货币用黄金。货币用黄金，又分为二。一是货币流通所需，如铸造金币。这方面需求已经是近一百年以前的事情。二是国家集中的黄金储备。到现在为止，这还是一个巨大的数量。作为国际储备资产，各国官方储备中都保有必要数量的黄金储备。1998年，美国黄金储备量为8 137吨，德国为3 701吨，法国为3 184吨，意大利为2 593吨，瑞士为2 590吨，荷兰为1 052吨，日本为754吨，英国为715吨，葡萄牙为625吨，西班牙为608吨。

现在对黄金的需求，可以说都属于非货币需求。大别为二：投资与消费。

目前黄金的主要消费领域有珠宝首饰业、电子仪器、牙医科、工业装饰、奖章、纪念币等。其中，珠宝首饰用金需求量约占全部黄金需求的70%～75%左右。黄金用途的多样化促进了全球范围内黄金交易活动的活跃，是黄金市场得以发展的基础。

由于黄金的特性与历史习惯，各种以黄金为标的的投资活动依然相当活跃。黄金饰物的相当部分，在民间，也还是重要的投资保值工具。正是活跃的黄金投资，表明黄金市场仍然具有明显的金融功能。当人们对经济前景捉摸不定时，往往便会转向购买黄金保值。如2001年美国“9·11”事件后，国际经济局势不稳、银行降低存款利率，全球黄金投资的需求量在当年第四季度较2000年同期增长8%，显示出黄金在不稳定局势下的资金避难所的角色。

2001年世界黄金需求总量为3 235吨，其中黄金首饰需求量2 840吨，黄金投资需求量395吨。

由于兼有的一般商品和金融投资功能，黄金市场拥有广泛的参与者。这些参与者包括黄金的买方、卖方和黄金经纪人三部分。黄金卖方有采金企业、藏有黄金待售的私人和集团、做金价看跌空头的投机者以及中央银行等；黄金买方有中央银行、为保值或投资的购买者、做金价看涨多头的投机者及以黄金作为工业原料的工商企业等。黄金市场上的交易活动，一般都通过黄金经纪人成交。

黄金市场的类型

国际上的黄金市场流通体系，实际上是一个多层次、多形态市场的集合。银行间无形黄金市场、黄金现货交易有形市场、黄金期货交易有形市场、黄金零售市场等。

银行间无形黄金市场是黄金流通的主要渠道，商业银行是黄金市场流通中的主要参与者。世界各主要国家的黄金市场，其核心成员均由银行或银行的附属公司组成。商业银行不仅是各个黄金市场中的做市商，而且参与黄金流通的全过程。

现货交易有形市场，如黄金现货交易所，是黄金市场流通的一种重要方式。香港金银贸易场和土耳其黄金市场是这方面的典型代表。在市场黄金开放和培育的初期，现货有形市场有其特殊意义。

黄金期货有形市场主要是满足市场对黄金投资、保值及投机等方面的需求，是黄金市场的有关参与者回避、降低金价风险的重要途径。投机商在黄金期货市场的活动带有两面性：一方面，黄金投机买卖是现货价格波动的首要因素；但另一方面，期货市场上投机活动有可能减低价格波动。从世界范围来看，黄金期货交易主要集中在美国的纽约商品交易所和芝加哥商品交易所，在日本等地也有一定规模的期货交易。

黄金零售市场主要是指黄金饰品销售市场、以黄金投资为目的的黄金零售交易如黄金储蓄、金币销售等。黄金零售市场的主体由零售企业、黄金饰品生产企

业、商业银行的黄金零售业务部门等组成。

我国的黄金流通体制改革

建国以来，我国一直对黄金流通实行严格的计划管理体制，由人民银行统一收购和配售黄金、统一制定黄金价格，严禁民间黄金流通。

改革开放后，黄金流通体制开始进行小幅改革。1982 年，放开了黄金饰品零售市场。1993 年改革了黄金定价机制，允许黄金收售价格随国际金价波动。1999 年，取消了白银的统购统配制度，并将白银的大宗交易放在一个规范的有形市场中运作。同年 12 月份我国在部分城市首次向社会销售金条，受到居民的极大欢迎。这也反映出国内市场中对于作为投资品的黄金的需求。

自 2001 年始，我国黄金流通体制的市场化改革步入实质性阶段，决定取消黄金的统购统配，实现市场配置黄金资源。具体目标是：（1）中国人民银行对黄金生产不再实行计划管理、统购统配，黄金生产企业、消费企业有充分的自主权，决定生产、销售和消费；（2）黄金价格由市场供求决定；（3）黄金市场通过价格的变动，引导黄金生产与消费，优化资源配置；（4）为防止价格的大起大落，中央银行代表国家，通过制定指导价格等方式给予必要的市场指导；（5）黄金市场全面开放后，中国人民银行应充分发挥“持有、管理、经营国家黄金储备”的职能，在市场交易活动中，按照市场规则以平等身份参与交易。

2002 年初，提出分三个阶段稳步发展黄金市场。第一步为过渡期，筹建黄金交易所；第二步为国内市场按先企业后个人的步骤逐步全面开放；第三步，与国际市场接轨，取消对黄金进出口的限制，成为国际黄金市场的一个直接组成部分。第三步要有一个最重要的条件，即是人民币的全面可兑换。

黄金交易所的筹建是在上海进行的。作为全国性的有形市场，上海黄金市场于 2002 年 10 月 30 日，正式开始交易。交易所实行会员制，不以营利为目的。目前上海黄金交易所首批会员有 108 家，由具备一定资格的黄金生产、冶炼、首饰加工、造币、黄金进出口贸易企业及部分商业银行组成。交易的现货目前有纯度分别为 99.5%、99.9%、99.95% 和 99.99% 的黄金四个品种；同时进行白银和铂金的交易。

由于黄金市场的金融属性，人民银行应继续承担黄金市场的监管职能。如审查和批准入市机构资格；调节黄金价差等。

近年来国际金价的大幅波动

20 世纪 70 年代打破了布雷顿森林体制关于 35 美元 1 盎司黄金的比价后，

金价一路攀升。80年代初，黄金价格曾达到每盎司850美元的高点。90年代末期以来，国际市场出现了罕见的黄金抛售潮。特别是各国中央银行纷纷降低黄金储备。1998年，瑞士中央银行宣布抛售黄金，使黄金价格下降到每盎司275美元的历史低价。1999年7月6日，英格兰银行拍卖了25吨黄金，当天的黄金价格跌到每盎司256美元，这是20年来最低的价位。英国的做法引起了世界各国的极大反响。

黄金价格下跌是世界政治经济形势发生根本变化的结果。作为投资工具之一，黄金能够在高通货膨胀的环境下起一定的保值作用。但是，由于西方国家近年来通货膨胀率一直处于较低水平，黄金相对于其他投资工具的优越性并不明显。同时，自1992年，美国股票市场极度繁荣，投资股票和债券的收益远远高于投资黄金。再加上黄金交易费用较高，变现的方便程度毕竟比不上股票和债券。此外，黄金的供给量在这一时期又大幅增加。1998年世界黄金生产总量达到了创纪录的4 254吨。而在10年前，不过2 000吨之谱。

但黄金价格下降的趋势也受到一些因素的制约。黄金毕竟是一种重要的价值贮藏工具。2000年以来，欧美股市连续下挫，投资黄金的吸引力重新显现出来。2001年全球利率水平大幅下降，特别是美国“9·11”事件的刺激，黄金的保值作用又趋于增强。进入2002年，国际黄金价格有所上升——1月11日达到287.55美元。再者，世界各国中央银行不可能无限制地抛售黄金。世界性的反对各国抛售黄金储备、严重冲击金价的呼声是极有力的制衡力量。

第七节　风险投资与创业板市场

风险资本

第五节讨论投资基金时曾提及风险投资基金，但未展开。这里首先介绍风险资本的概念。

风险资本（venture capital）是一个宽泛的概念。以基金形式从事风险投资的资本属于风险资本范畴，由个人分散从事风险投资，或是由商业银行、投资银行、金融公司与实业公司以自有资金单独从事风险投资的资本也属于风险资本范畴。

根据美国全美风险资本协会（The National Association of Venture Capital）的定义，风险资本是由职业金融家投入到新兴的、迅速发展的、有巨大增长潜力的企业中的一种权益资本（equity capital）。按照venture的英文字义，有冒险的意

思。就是说，在风险投资中，是投资人主动冒风险投入资本，以期取得比谨慎投资更高的回报。

风险投资的资本，即使以基金方式筹集，也是采取私募方式；资本的投向则是非上市公司的权益资本。因此，风险投资体现的金融活动是非公开的资本市场，即私人权益资本市场（private equity market）活动的一部分。所谓私人权益资本市场即不通过公开买卖股票的方式实现权益融资的市场。当然，在这个市场上，还有相当大部分的投资是对成熟企业的投资，即非风险投资。

按照风险投资的传统做法，只是对处于初创期、增长期、成熟期的新项目、新企业投资，特别是以高科技企业为对象。投资金额通常不大，如在美国，通常在百万至千万美元之间。但近年来风险投资的风格正在改变、激烈的市场竞争迫使风险投资向私人权益资本市场的其他领域扩张，即开始投资于一些低风险的传统项目和企业。

风险投资的发展历史及其作用

最早的风险投资概念起源于15世纪，当时西欧一些富商为了寻求到海外创业，投资于远洋探险，从而首次出现“venture capital”这个术语。

美国是目前风险投资最活跃的国家。1997年，美国风险投资的当年投入额高达122亿美元，创历史最高记录。但是，与西欧国家15世纪即出现创业投资萌芽相比，美国风险投资的起点较晚。19世纪，美国一些富商投资于油田开发、铁路建设等创业项目，此后venture capital一词即开始流传。到20世纪40年代，美国的创业资本发展到风险投资基金这种组织制度化的高级形态。

美国历史上第一个成功的风险投资案例是美国研究与发展公司（ARD）。1957年，ARD对数字设备公司（DEC），这个由4名麻省理工学院的大学生组建的高科技公司进行投资。初始金额不到7万美元，占该公司股份的77%。14年后，这些股票的市场价值是3.55亿美元，增长5 000多倍。ARD的成功极大地鼓舞了风险投资界，推动风险投资在美国及世界各国的迅速发展。

20世纪50年代美国的风险投资是分散的，没有一定的组织形式，没有形成产业。为了加快高科技企业的发展，在政府的支持下，1957年成立了小企业投资公司（SBIC），政府的小企业管理局为其提供贷款，专门向规模较小的企业投资。小企业投资基金发展迅速，从1959年到1963年的5年间，就有692家成立，资金总规模为4.64亿美元。1968—1969年，公开上市的新兴企业就接近1 000家之多。1969年，有限合伙制（limited partnership）的风险投资公司开始出现。1969—1975年，大约有29家有限合伙公司形式的创业投资基金设立，共

募集资金3.76亿美元。在这样的发展背景下，风险投资开始被视为一个产业。当新股发行市场在经历60年代末的火爆行情并于1972年达到顶峰后，由于经济衰退与股市不振，在1973年初，使得公开上市活动几乎突然停顿。这就封住了风险投资“退出”之路，风险投资急速萎缩。直到1978年以后，养老基金被允许投资于风险投资基金，风险投资业又得到快速发展。70年代末80年代初，一些风险投资基金从投资于苹果电脑、英特尔公司和联邦快递而获得了不菲的业绩，这又激励创业投资产业开始步入快速增长时期。1990年美国经济的全面衰退再一次影响到风险投资，但1992年美国经济逐步复苏，风险投资业又再次持续增长。1998年全美风险投资总额达到160.2亿美元。

风险投资对于社会发展的积极作用在于，推动科技向实际生产能力转化，推动社会的技术进步。据统计，1981—1985年间，平均每个美国新兴高科技企业在创业之初的5年内，大约需要200万美元到1 000万美元，其中大约2/3的资金是风险投资提供的。以半导体和计算机工业为例，其产量目前在美国工业总产值中占45%，风险投资为其提供充足的资金是该产业得以迅速发展的重要原因。美国硅谷既是世界著名计算机公司的摇篮，又是风险投资的大本营。全世界最大的100家计算机公司中，有20%就是在硅谷中滋养成长的。

欧洲各国、日本、东南亚国家以及我国的风险投资也取得快速的发展。

面对美国、日本在信息技术方面的挑战，英国制定了1982—1987年发展高技术信息计划，该计划所需直接费用的75%由政府提供，其余部分由企业界自行筹集。1981—1983年，英国风险投资总额已达28亿英镑，这是企业自行筹资的重要来源。

日本政府在20世纪70年代开始采取“科技兴国”的方针。为了保证高技术小企业的生存与发展，政府在东京、大阪和名古屋三个主要工业区各设置了资助性的投资公司——“财团法人中小企业投资会社”，它们的主要任务是购买新创立的风险企业的股票和可兑换债券，并提供咨询服务。1975年，通产省设“风险投资公司”，为风险企业贷款提供80%担保。

新加坡的风险投资活动始于20世纪80年代。为鼓励企业发展和创新，1985年政府成立经济发展局创业投资基金，直接投资于创业公司，并对提供风险资本的国内外的风险投资基金给予税务奖励。

至1996年5月，中国台湾从事风险投资活动的营运单位计有39家，累计实收资本额为213亿元新台币。风险投资主要集中于通讯业，占32.3%；半导体业，占14.9%；消费性电子业，占11.3%。

韩国第一个风险投资公司创立于1974年，称为韩国高科技公司，是政府资

助的公司，负责推动科技成果商品化。1986年韩国中小型风险企业创新法案生效后，进一步推动了风险投资业的成长。

我国的风险投资在1998年以来得到了快速的发展。2001年中外风险投资公司在中国大约投资了220家企业，总投资额达到40多亿元。风险投资领域按投资额排序依次为IT、服务、医疗、通讯、生物环保。同时，单个风险投资基金的规模也在扩大。1998年国内最大的风险投资公司的资金规模为5亿元～6亿元，到2000年，国内最大的风险投资组织——深圳创新科技投资有限公司的资本金已扩充至16亿元。

我国风险投资公司有政府出资、上市公司出资、非银行金融机构如券商出资、民间资本投资等四种类型的风险投资公司。2000年7月，国内的风险投资70%来自地方政府，1年之后，这个比重降到了42.9%，反映出非政府资金有了较快的增长速度。

值得注意的是，进入21世纪的这两年，在世界经济形势不佳的背景之下，风险投资急速转入低迷状态。据美国汤姆森风险投资研究所和全美风险资本协会公布的最新数据，2002年全年，美国108家风险基金只筹集到69亿美元资金。与2001年331家风险基金筹集407亿美元资金比，不到1/6；与2000年653家基金筹资1 069亿美元资金比，仅相当6.5%。

风险投资的退出途径

风险资本的投资过程大致分五个步骤：第一，交易发起（deal origination），即风险资本家获知潜在的投资机会。第二，筛选投资机会（screening），即风险资本家在众多的潜在投资机会中初选出小部分做进一步分析。第三，评价（evaluation），即对选定项目的潜在风险与收益进行评估。如果评价结果是可以接受的，风险资本家与企业家一道进入第四步——交易设计（deal structure）。交易设计包括确定投资的数量、形式和价格等。一旦交易完成，风险资本家需要与企业家签订最后合同，并进入最后一步——投资后管理（post-investment activities）。最后一步的内容包括设立控制机制以保护投资、为企业提供管理咨询、募集追加资本、将企业带入资本市场运作以顺利实现必要的兼并收购和发行上市。

将投入的资本退出所投资的企业，以实现投资价值增殖，是风险投资的最终目标。如何退出以及什么时候退出，是一个十分关键的问题。一般来说，风险资本要陪伴企业走过最具风险的5年时间；然后则是设法寻求有利的退出途径。风险资本退出的途径有多条，包括公司上市、兼并收购、公司股份回购、股份转

卖、亏损清偿、注销等。根据美国对442项风险投资的调查[1]，30%的风险投资是通过企业股票发行上市退出，23%通过兼并收购，6%通过企业股份回购，9%通过股份转卖，6%是亏损清偿，26%是因亏损而注销股份。在上述不同的退出途径中，投资的收益差别很大。其中，以股票发行退出的投资收益达到1.95倍，兼并收购的投资收益是0.4倍，回购股份的收益是0.37倍，股份转卖的收益是0.41倍，亏损清偿的损失是-0.34倍，因亏损而注销股份的损失是-0.37倍。因此，股票发行上市被称为风险资本的黄金收获方式。

在风险资本投资的上市企业中出现过许多超级明星。例如，苹果计算机的投资回报达到235倍、莲花公司达到63倍、康柏达到38倍。当然，能否取得高额回报关键在于企业自身的质量；同时，也受股票市场的状况所左右。质量差的企业即便公开上市也卖不出好价钱；市场状况很差时，可能好企业也无人喝彩。这也是为什么风险投资的繁荣与否在很大程度上受股票市场影响的重要原因。

创业板市场

风险资本所培育的企业在上市之初一般具有经营历史短、资产规模小的特点。加之它们是在一些新的领域内发展，失败的风险较大。同时，风险投资家无不具有力求较早地把企业推向市场以撤出资金的倾向，也使股票市场承受的风险增大。鉴于这些原因，需要建立有别于成熟企业股票发行和交易的市场，专门对小型企业以及创业企业的股票进行交易，以保护投资人的利益。这种市场一般称为创业板市场（growth enterprice market，GEM），或二板市场（secondary board market）、小盘股市场，等等。创业板市场是主板市场之外的专业市场，其主要特点是在上市条件方面对企业经营历史和经营规模有较低的要求，但注重企业的经营活跃性和发展潜力。至于投资风险高的特点则是不言而喻的。

企业经过创业板市场的培育后，还可以进入主板市场。目前一些世界知名的高科技大公司就经历了这样一条发展道路。

目前比较成功的创业板市场是美国的纳斯达克市场。它培育了像微软（Microsoft）、英特尔（Intel）、戴尔（Dell）、Sun、Genetech等一大批高科技企业。在美国所有高科技上市公司中，96%的因特网公司、92%的计算机软件公司、82%的计算机制造公司和81%的电子通讯和生物技术公司在纳斯达克上市。在纽约证券交易所的大公司中，也有相当部分是经过纳斯达克市场培育出来的。1990—1997年的8年时间内，纳斯达克市场为美国高科技产业筹集了近750亿

[1] Bygrave, W. And Jeffry Timmons, *Venture Capital at the Crossroads* (Boston, 1992)。

美元，培育了大批高新技术企业，这些企业反过来又促进了纳斯达克市场的繁荣和发展。在1975—1995年的20年间，纳斯达克从一个交易量为纽约证券交易所的30%、交易额为后者17%的小市场奋起直追，成为交易额接近纽约证交所且交易量超过后者的主要市场。在纳斯达克上市的高新技术企业为投资者带来了丰厚的利润，形成了一种耀眼的高科技投资文化。

风险投资的成功最终是要在创业板市场上体现出来的。在上市公司股票价格的飞速上涨中，产生了一个又一个亿万富翁。致富的神化又反过来推动风险投资的进一步扩张，带动大量资本涌入高科技创业企业。但是，一旦股票市场走向低迷，就会促使风险投资进入衰退态势。风险投资业的兴衰与创业板市场的潮起潮落可以说息息相关。

近年来、世界各主要国家和地区都相继设立了专门为新兴创业企业上市服务的创业板市场。从1995年开始，欧洲成立了多个服务于新生高成长性企业的股票市场。其中较具规模的有 Nouveau Marche 和 Euro-NM 市场、AIM 市场和 Easdaq 市场，它们在为风险资本提供退出渠道，促进欧洲高新技术产业发展上起到了积极的作用。亚洲国家和地区中，日本的 Jasdaq 市场、中国台湾的场外证券市场（ROSE）、新加坡的证券交易及自动报价系统市场（Sasdaq）、马来西亚证券交易及自动报价场外证券市场（Masdaq）、吉隆坡证券交易所二板市场（KLSE）、我国的香港特别行政区的创业板市场等，均属这样意义的创业板市场。关于建立创业板市场的问题，我国已酝酿数年。虽然尚未建立，但也有了一个英文名字：Chasdaq。

第八节　金融市场的国际化

对金融市场国际化的理解

金融市场国际化是一个极为复杂并不断进展的一种经济现象。现实生活中，人们感受到的是国际私人资本在各个国家之间的游动，以及由此带来的对实际经济活动和金融活动的正面与负面影响。随着国际资本的流入，实际经济可以获得充裕的资金并实现高速度增长，证券市场也会因此繁荣；随着国际资本的离去，带来的可能是经济萧条和金融危机。这些均是金融市场国际化的经济表象。另外，一些地区组建的经济联盟和金融、货币联盟，一方面加强了区域内国家之间的经济合作关系；另一方面自然也加快了实际经济运行与金融运行在国与国之间的传播速度，并从而使一个国家的经济问题有可能迅速导致区域内国家的经济波

动和金融震荡。在现代经济中，人们会很自然地将金融市场国际化与金融风险程度提高联系在一起。

在用词上，金融市场国际化与金融全球化是等义的。这就涉及经济全球化问题。

经济的全球一体化与金融市场的国际化

金融活动是以实体经济活动为基础的，本质上是为实体经济的活动提供货币资金，以及提供货币清算和汇兑的便利等诸方面的服务。

实体经济活动全球化已成为当前时代的基本特征，它的主要表现是生产、服务和贸易的全球化，对外直接投资大规模增长、科学技术发展与跨国公司迅速发展。

贸易全球化的一个重要表现是全球贸易增长远远超过生产增长。1950—1997年间，全世界各国的生产增长了5倍多，但全球贸易增长了15倍多。贸易全球化说明越来越多国家的经济活动面向全球市场，并依赖国际市场。推动贸易全球化的动力来自生产的全球化。如果以最有代表性的制造业为例，第二次世界大战之前，全世界制造业的90%集中于9个国家，第二次世界大战以后到1995年，制造业的集中程度下降，86%的工业制成品来自于15个国家，工业化国家所占的比重由过去的95%下降到80%，发展中国家则由5%提高到20%。这个变化说明，制造业的分散化和分工化的程度正在提高，这必然促进国际贸易的发展。

1950—1997年全球对外直接投资增长了20倍多。对外直接投资的迅速增长是生产与贸易全球化的必然结果。1995年，外国直接投资占国内投资的比重，在发达国家是8.6%，在发展中国家是12.5%。这说明外国直接投资对本国经济发展的影响程度越来越大。

毫无疑问，科学技术发展极大地推动了经济全球化的进程。交通、通讯、信息技术的发展使地域空间变小，信息传播速度加快，人们几乎可以毫无障碍地在全球的各个角落实现商务沟通。

跨国公司的发展是推动经济全球化的另一个重要因素。1996年，全世界跨国公司母公司的数量是4.4万家，境外分支机构达到28万家。目前，全世界1/3的生产量、2/3的全球贸易、90%的对外直接投资是由跨国公司直接或间接进行的。跨国公司的存在开发了各国经济在产业、企业、产品、技术、工艺、管理、文化方面的全方位联系，淡化了产品商标上的国家含义，突出了国际产品的性质。

以上所述经济全球化的内容无一不推动着金融市场国际化的发展趋势，因为

所有的实体经济活动都需要金融业为其提供服务。典型的例子是由从事实体经济活动的跨国公司业务引起的融资、结算、汇率风险管理等服务的国际化，带动金融机构进入国际金融市场。

金融创新、金融自由化与金融市场全球化

金融创新（financial innovation）、金融自由化（financial liberalization）是近半个世纪以来金融发展中所展现的两个重大趋势；无论在金融理论还是在金融实践中都是重中之重的课题。在本教材的后面分别有专章讨论。

对于推进金融市场全球化(globalization),金融创新与金融自由化均有关键的意义。展开的分析,要在以后的有关章节进行。这里简单举两个例子作粗浅的说明：

从金融创新来说，上面所提到的大量衍生金融工具的不断创造是一项重要内容。也正是林林总总的衍生金融工具为活跃于各国金融市场上的国际私人资本提供了极为方便的规避投资风险和获取投机利润的工具；否则，国际私人资本就不可能不舍昼夜地热衷于全球范围的投资。

从金融自由化来说，不论是发达国家还是发展中国家，都意味着对严格管制金融活动的挑战和突破。比如，在 20 世纪 70 年代初之前，即使是发达国家，也都对资本的流出流入实行不同程度的限制。在金融自由化的浪潮下，1974 年美国取消了对资本外流的限制；1979 年前后英国和日本撤销了对资本外流的限制；1981 年联邦德国取消了对非居民购买国内债券的限制；1984 年以后日本陆续采取了国际资本流动自由化的措施，等等。显然，没有资本充分自由地流出入，金融市场的全球化也难以形成。再以我国为例，假如依然实施计划经济的严格金融管制，金融市场的全球化就只能是国门之外的事情。

欧洲货币市场

欧洲货币市场（Eurocurrency market）的兴起和壮大，对于金融市场的全球化有着突出的意义。

欧洲货币市场发端于 20 世纪 50 年代的伦敦欧洲美元市场。产生的背景是第二次世界大战后布雷顿森林体系的建立，使美元成为主要的国际支付手段，从而使其他国家，其中主要是西欧各国，大量持有美元。同时，资本主义世界经济发展较快，生产增长、国际贸易扩大，美元资金需求增加。许多美国跨国公司渗入欧洲市场，也增加了对美元的需求。在这种情况下，西欧主要资本主义国家先后解除外汇管制，放松对外币存款的限制，资本基本可以自由流动。这就使欧洲银

行经营的美元存贷业务获得迅速发展，并形成了欧洲美元市场。而伦敦则独占鳌头，集中占有50%～60%的业务量。20世纪60年代，美元危机频繁爆发，一些可以自由兑换的西方国家主要货币，如西德马克、瑞士法郎、日元等分别成为交易对象，遂出现了欧洲英镑、欧洲西德马克、欧洲瑞士法郎等“欧洲货币”。于是欧洲美元市场便逐渐扩大为国际性的欧洲货币市场。欧洲货币市场是一个很有吸引力的市场。与传统的国际金融市场不同，它是一个完全自由的国际金融市场。其特点有：(1) 经营自由，一般不受所在国管制；(2) 资金来自世界各地，各种主要可兑换货币都有交易，而且规模庞大，能满足各种筹资需要；(3) 利率结构独特，存款利率相对高，贷款利率相对低，利差经常在0.5%左右，对存款方和贷款方都有吸引力；(4) 借款条件灵活，不限贷款用途，手续简便。

欧洲货币市场的主要业务，可具体划分为三类：(1) 欧洲短期信贷，主要是银行间同业拆借；(2) 欧洲中长期信贷，主要为国际银团贷款；(3) 欧洲债券市场。欧洲货币市场交易规模巨大，对世界经济具有重大作用和影响。

这种模式一经产生，立即刺激种种无国籍和无民族疆域的金融市场产生，推动了真正覆盖全球的国际金融市场网络的形成。

金融市场国际化的演进和格局

随着生产和资本国际化的发展，西方发达国家的国内金融市场很自然地外延，从纯粹办理国内居民间的金融业务，发展到经营所在国居民与非居民之间的国际金融业务。这就形成了具有国际性的金融市场，或者说传统意义的国际金融市场。第一次世界大战前后，英国作为老牌资本主义国家，资本力量雄厚，国内金融市场和信用制度最为发达，英镑又是当时世界上主要的国际结算和储备货币，这一切使得伦敦率先发展为国际金融市场。第二次世界大战后，世界经济重心由英国移至美国，美元成为世界上主要的国际结算和储备货币，于是纽约与伦敦相匹敌，成为世界上又一个重要的国际金融市场。与此同时，在欧洲瑞士苏黎世、联邦德国法兰克福，以及卢森堡等地的国际金融市场也相继发展起来。不过，这些传统的国际金融市场，在相当长的期间，主要还是办理居民与非居民间的传统金融业务，并且要受所在国法律的限制。

促进金融市场进一步国际化的重要因素是离岸金融市场（off-shore financial center）的形成和发展。上面提到的20世纪50年代开始形成的欧洲美元市场可以说是一个发端。此后，仅在亚洲，就有1968年新加坡建立亚洲货币市场；中国香港于1978年放松外国银行进入本地的限制，提供税收优惠，吸引大量国际资金，形成亚洲的另一个国际金融中心；日本则于1986年在东京建立了境外金

融市场等。这些超越国界的国际金融市场使资本真正实现了全球化的跨国流动。

所谓离岸金融市场，是指发生在某国，却独立于该国的货币与金融制度，不受该国金融法规管制的金融活动场所。一些经济上并不重要的国家和地区，只要提供良好的经营环境，就可望成为国际性的金融中心。离岸市场可以说是金融资本逃离管制，追求金融自由化的结果。大量资本离开本土，对国内金融市场无疑是个冲击。但同时迫使各国政府加快金融自由化进程，这又反过来保护和发展了国内金融市场。于是，在这个相互促进的循环中，金融自由化的程度加深了，金融市场的国际化程度提高了。这也就是离岸金融市场的生命力之所在。

在伦敦、纽约以及后来的东京等几个传统的巨大国际金融中心迅速发展的同时，离岸金融市场又在全球广泛分布，这就意味着国际金融市场成为覆盖全球的网络。目前，伦敦、纽约、东京构成三足鼎立的国际金融中心，从时区角度看，恰好形成相对均匀的"等距离"的三个支点。通过这三个中心，再配合以一些次一级的金融市场，就形成了可以 24 小时不停顿地调度资金、开展全球性国际业务的格局。

在这个全球性的国际金融市场网络中，资金流量极大，流动性极强，为最充分地发挥金融效率和活力提供了条件。不过，当发生国际外汇汇率波动和股市风暴时，也常常推波助澜，成为难以控制的破坏力量。

国际游资

国际游资，也叫热币、热钱（hot money），是指在国际之间流动性极强的短期资本，一般是特指专门在国际金融市场上进行投机活动的资金。在现代通讯设备发展起来的条件下，在 20 世纪二三十年代，已经能够在世界范围内灵活地调动大量资本；今天的科学技术和互联网的迅速发展，更使千百亿美元的资本可以在瞬息之间调往世界各地。根据美国联邦储备委员会的统计，1997 年，仅在纽约、东京、伦敦金融市场上，每天即有 6 500 亿美元的外汇交易。其中 18%用于支付国际贸易和投资，其余 82%均用于投机。

驱使热币在国际之间迅速流动的力量，当然基本上还是高收益。比如此时此刻，A 国的利率高于它的所在国以及其他国家，它就会立即被调到 A 国；第二天，A 国的利率低了，又会立即被调到另一个高利率国家，等等。但是它的流动也并不单纯是追逐高收益，有时是为了逃避风险，如战争和政治动荡，如经济管制和税赋加重，等等。

国际游资一般具有交易杠杆化、快速流动、集团作战的特点。交易杠杆化使游资可以少量的本金驾御几倍、几十倍的资金；集团作战的特点使游资成为名副

其实的强大军团，加上资金调动，千百亿可及时到达全球的任意金融中心，游资可以轻而易举地在某个市场上呼风唤雨——或者迅速吹起泡沫，或者让泡沫瞬间消失。并且，有能力支配大量热币的人，还会处心积虑地抓住缝隙，人为地攻击一国的金融体系，并从中获取暴利。

国际游资进行的金钱游戏和资金转移速度已经形成一种独立的力量，它超越了国际金融组织的权利范围，将东道国的经济和金融形势的不稳定，迅速传递给所有其他国家。游资的特性使它能够随时对任何瞬间出现的暴利机会发动闪电式袭击，当管理当局发现时，它们早已留下一堆烂摊子逃之夭夭了。

国际游资对于东道国并非全无好处。在一定程度上可以活跃证券市场，也能够解决短期资金不足的问题。有利有弊，有其存在的土壤。但是如何有效地管理国际游资，趋利避害，目前依然是一个需要进一步研究的问题。

对金融市场全球化的思考

金融市场国际化，或者说金融市场全球化，与经济全球一体化一样，是一个不可逆的过程。在这个过程中，世界各国可以从中享受巨大的经济利益，同时也会为由此带来的不安定因素付出代价。这个不安定因素就是金融风险程度提高，并会引起经济的震荡。一般来说，经济发达国家由于市场的成熟程度较高，对于风险的防范与控制有相对丰富的经验和较强的吸收消化能力，可能付出的代价比较低。反之，发展中国家尚不成熟的金融体系使其在金融市场国际化的进程中可能付出更大的代价。

20 世纪 90 年代以来世界经济与金融发展的实践也证实了以上的判断。亚洲金融危机爆发以后，反对金融全球化、要求重新加强金融管制的呼声越来越高，一些人提出了关于金融市场国际化的趋势将被遏制的预言。但现实的结果是，在金融危机中遭受重大损失的亚洲国家不仅没有因此对外关闭金融市场，相反，却进一步实施了开放的方针。

20 年的经济体制改革与开放，已经使中国经济逐步深入地融入全球经济之中。中国经济与国际社会的密切联系必然带动金融层面上的接轨。中国金融市场对外开放不是行与否的问题，而是早与晚的问题。加入 WTO，使我国金融市场对外开放具有了一个精确的时间表。加快我国金融市场的建设，使其提高对风险的控制和消化能力，是一个需要尽快解决的问题。当然，在纳入国际化轨道过程中，防范金融风险的最关键因素还在于拥有健康的实体经济，这是金融市场运行的基础。

［复习思考题］

1. 金融市场是一个包括许多子系统的大系统；子系统之间也并不是简单的并列关系。试画一张图表形象地说明这个体系。

2. 货币市场为短期融资市场，资本市场为长期融资市场，你如何理解这两个市场之间的相互关系？

3. 把我国的货币市场和资本市场同发达国家的货币市场和资本市场加以比较，有何差别？

4. 在资本市场上，企业是直接在一级市场上筹集资金，那为什么还必须同时有二级市场的存在和充分发展？

5. 金融衍生工具是在怎样的经济背景之下产生并迅速发展起来的？衍生金融工具一经出现，认为它的出现使得金融市场投机之风盛行的议论就极为强烈。但衍生工具的发展势头并未因之而减弱。你能给予解释吗？

6. 我国曾经有过金融衍生产品的交易吗？对于改革开放之后在发展金融衍生工具交易中的波折和现状你有什么了解？

7. 近几十年来，投资基金迅速发展的原因是什么？我国的投资基金近些年来也有较快的发展，但主要是各种证券投资基金而罕有货币市场基金，为什么？

8. 各种社会保障基金，特别是养老基金，发展迅速。它们对于金融市场可能给予的影响应作如何估价？对于中国社会保障基金的发展状况你有何了解？

9. 什么是风险投资，对于风险投资你能归纳出几个要点吗？

10. 建立创业板市场，近年来一直是我国金融领域中的一个热门话题，不少人对之寄予很大的期望。但一直举步维艰。对此，你有什么看法？

11. 金融市场的国际化会对一国国内金融市场产生什么样的影响？

12. 中国改革开放的不断深入，无疑会加快金融市场国际化的步伐。你认为哪些因素会对我国金融市场国际化的进程产生实质性影响？宏观管理当局应当对哪些问题给予特别的关注？

第七章

金融市场机制理论

第一节　证券价格与证券价格指数

有价证券价格

金融工具绝大部分都有面值。如钞票注明面值是多少人民币元、多少美元、多少欧元、多少英镑等等，存款在存折上注明存款余额有多少货币单位，票据、大额存单等均标明面值、票面价值（face value），债券和绝大部分股票也均有面值。除去钞票和一般银行存款外，其他金融工具，包括银行大额存单，通称有价证券（security）。有价证券在其交易中均有不同于面值的市场价格——市值、市场价值（market value）。其中短期金融工具，如票据、大额存单等，其交易价格是按市场利率倒扣息。比如3个月期票据，如面值为100万元，现行利率月息是0.5%，3个月不计复利的利息额为1.5万元，那么这张票据交易价格就是98.5万元。

有价证券的市场价格既然不同于其面值，当然会经常

波动。不同类型的证券价格波动幅度是不一样的。其中期限短的证券价格波动幅度小一些，期限长的证券价格波动幅度大一些；没有固定收益的证券价格波动幅度比有固定收益的证券价格波动大一些。如长期债券价格比短期债券价格波动大，股票价格比债券价格波动幅度大，等等。

许多事件的发生都会影响到证券价格。除去利率的变动外，经济周期、战争、自然灾害、政治事件等等，对证券价格均或大或小有所影响。证券投资的一项重要工作就是分析、预测各种可能发生或已经发生的事件对证券价格可能产生的影响，当然，这是一项十分繁复的工作。

证券价格指数

证券价格指数是描述证券市场总的价格水平变化的指标。主要有股票价格指数（share price index，stock index）和债券价格指数。目前世界上比较有影响的几种股价指数有：美国的道琼斯平均股价指数、纽约证交所股价指数、标准普尔股价指数、英国的“金融时报”指数、法国的巴黎 CAC 指数、德国的法兰克福的 DAX 指数、日本的日经平均股价指数和东京证交所股价指数、香港的恒生指数、新加坡的海峡指数等。债券价格指数主要是一些大投资银行编制的。国际上影响较大的债券指数有：所罗门兄弟公司的 Broad Investment Index、美林公司的 Domestic Master Index 和雷曼兄弟公司的 Aggregate Index。

我国的股价指数主要有上海证券交易所股价指数和深圳证券交易所股价指数。自 1995 年以来，两个交易所的股价指数又分别分为综合指数与成分股指数。2002 年中，上交所又推出“上证 180”指数。我国的债券指数正在编制过程中。

使用这些指数时，需要了解各该指数所选用的股票种类及选取原则，编制的具体计算方法，等等。这些可从有关金融知识的工具书中查找。

证券价格指数的作用除了表示当前的证券价格水平以外，还可以用来衡量证券投资基金的经营业绩。一些以分散投资为投资风格的证券基金就是按照市场价格指数安排投资组合的。经营的好坏则以是否超过指数收益率来衡量。此外，有些衍生金融工具交易就是针对股市指数进行的，如股票价格指数期货、股票价格指数期权等。

第二节　资本市场的效率

市场效率的定义

金融市场的一个重要功能是传递信息。传递信息的效果，最后集中地反映在证券的价格上。好的市场可以迅速传递大量准确的信息，帮助证券的价格迅速调整到它应该调整到的价位上；反之，差的市场信息传递慢且不准确，要花费很长的时间才能将证券价格调整到位。为了评价市场对证券价格定位的效率，经济学家们做了大量的研究，提出了市场的有效性假说（effective market hypothesis），其中做出重要贡献的是美国经济学家尤金·费马。[①]

按照市场效率假说，资本市场的有效性，是指市场根据新信息迅速调整证券价格的能力。如果市场是有效的，证券的价格可以对最新出现的信息做出最为快速的反应，表现为价格迅速调整到位。

市场效率假说将资本市场的有效性分为弱有效、中度有效和强有效三种。在弱有效市场（weak efficient market）上，证券的价格反映了过去的价格和交易信息；在中度有效市场（semi-efficient market）上，证券的价格反映了包括历史的价格和交易信息在内的所有公开发表的信息；在强有效市场（strong efficient market）上，证券的价格反映了所有公开的和不公开的信息。

研究市场效率的意义

市场效率的理论认为，证券的价格是以其内在价值（intrinsic value）为依据的；高度有效的市场可以迅速传递所有相关的真实信息，使价格反映其内在价值。

这就是说，市场的有效与否直接关系到证券的价格与证券内在价值的偏离程度。强有效的市场中，证券价格应该与预期价值一致，不存在价格与价值的偏离；如果一旦偏离，比如说价格高于或低于价值，人们会立即掌握这一信息，然后通过迅速买进或卖出的交易行为将这个差异消除。于是，在高度有效的市场中，想取得超常的收益几乎是不可能的。强有效市场对于证券投资专业人士的意义是，用不着费劲去探寻各种宏观经济形势和有关公司的信息。因为你得到了，

---

① 尤金·费马：《有效资本市场：对理论文献和经验证据的评论》，载《金融杂志》，383～417页，1970（5）。

所有其他人也同时得到了。换言之，试图通过掌握和分析信息来发现价值被低估或高估的证券，基本上做不到。因此，在这种情况下的正确投资策略是：与市场同步，取得和市场一致的投资收益。具体做法就是，按照市场综合价格指数组织投资。

如果市场是弱有效的，即存在信息高度不对称，提前掌握大量消息或内部消息的投资人就可以比别人更准确地识别证券的价值，并在价格与价值有较大偏离的程度下，通过买或卖的交易，获取超常利润。在这种市场环境下，设法得到第一手的正确信息，确定价格被高估或者低估的证券，就显得十分重要。

对于投资者来说，强有效市场的获利空间很小，而弱有效市场的获利空间很大。在弱有效市场的条件下，即使一个技术不娴熟的投资人也有可能轻而易举地获得较高的投资回报。

我国的证券市场目前处于发展初期，定价的效率比较低。表现为多数投资人不能迅速地获得正确的信息，存在严重的信息不对称。这对于能够比别人掌握更多信息的投资人来说，当然是一件好事情。但对于无法同时获取这些信息的多数投资人来说，就显得极不公平。因此，从维护市场交易秩序，实现“公开、公平、公正”的原则出发，需要推动有效市场的形成。

对有效市场假说的挑战

然而，在对有效市场假说进行实证的研究中，屡屡被指出存在许多统计异常现象。

有效市场假说的论证前提，是把经济行为人设定为一个完全意义上的理性人。这样的理性人，无论在何种情况下，都是理性地根据成本和收益进行比较，做出对自己效用最大化的决策。不少经济学家认为，由于人们限于先天的心智结构、后天的知识储备，以及有关信息的获得等原因，理性是不完备的、是有限的。在现实的经济生活中，经常可以看到，人们存在着许多经济理性之外的情绪、冲动和决策行为。比如最常见的例子，对于股民入市，总是反复提醒要理性从事；但又总会看到，市场的过度波动总是与非理性的行为有直接联系。而且，即使在有限理性的条件下，因为外部条件的限制，有时候未必能够实践效用最大化理性行为。

如就主观方面来看，人们并非是生活在纯粹的经济联系之中；除经济联系之外，还有政治的、文化的等诸多方面的联系，并从而使人们具有多样化的行为动机。多样化的行为动机必然会对只按经济的理性判断所应采取的行为造成冲击。实际上，理性与否的判断，不单是经济学上，还有社会学上的。人们事实上并非

都是纯粹按照经济效用最大化的算计行事；程度不同地包含非经济动机的方案往往是行为人"满意"的方案。

近些年，颇受重视的行为金融学提出了人类行为的三点预设，即有限理性、有限控制力和有限自利，并以此为根据来解释理性选择理论为什么会有悖于金融活动的实际。行为金融学并不是否定人类行为具有效用最大化取向的前提，但强调需要拓展行为分析的视角，予以修正和补充。

本章以下所讲述的大都以有效市场假说和人类行为具有效用最大化取向为推导的起点。通过这里的讲述，有助于在思考中注意避免过分抽象而不能回到现实生活的毛病。

第三节　证券价值评估

证券价值评估及其思路

有价证券的价格随行就市，似乎变幻无常。但无论怎样变化，均会围绕其内在价值形成有规律的变化区间。如果某证券的市场价格低于其内在价值，就可以立即买进，在价格回归到内在价值时抛出，获取价差收入；如果价格已经远远高出内在价值，则应立即抛出，实现利润。因此，了解证券的内在价值，也就是证券的价值评估（evaluation)，对于制定正确的投资方案是十分重要的。

内在价值的概念，在第四章已经提到过。它并不等于实物资产的账面值。债券，其本身并无对应的实物资产。股票，有其对应的实物资产，但具有同样估值金额的实物资产绝不等于对应的股票有同等的内在价值。比如实物资产估值同等的两个公司，一个极具发展前景，一个呈现衰退的迹象，人们是不会认为它们的股票具有同等内在价值的。

一个被普遍使用的估价内在价值的方法是对该项投资形成的未来收益进行折现值的计算，即现金流贴现法。这种方法的基本理念是，既然投资的目的是为了在未来取得投资收益，那么，未来可能形成收益的多少就在本质上决定了投资对象的内在价值高低。从这样的理念出发、采用适当的贴现率，就可以计算出该投资品的当前价值。

用现金流贴现法计算证券价值包括如下三步：第一，估计投资对象的未来现金流量；第二，选择可以准确反映投资风险的贴现率；第三，根据投资期限对现金流进行贴现。

债券价值评估

如果投资的对象是债券，估计未来现金流的工作相对简单一些。因为多数债券的票面利率是固定的，只需要按照固定的利率计算定期支付的利息即可。如果买进债券以后一直保持到债券期满，最后一期的现金流就是利息加上债券面值。需要费些时间的是确定适当的贴现率。一般债券的贴现率根据债券的信用等级确定。因此，信用评级在债券价值确定的过程中尤为重要。如果知道了债券的未来现金流，知道了债券的贴现率以及持有期限，就有了计算债券价值的公式。

根据未来现金流的不同，债券的价值计算公式有以下几种：

第一，到期一次性支付本息的债券。其价值计算公式为：

$$P_B = \frac{A}{(1+r)^n} \tag{7·1}$$

式中，P_B 表示债券的价格；A 表示债券到期时的本利和；r 表示贴现率；n 表示债券到期前的剩余期限。注意，在这里我们采用的是复利计息的方式。理由在第四章已经说明。

第二，定期付息、到期还本的债券。这是一种最常见的债券形式，其价值计算公式为：

$$P_B = \sum_{t=1}^{n} \frac{C}{(1+r)^t} + \frac{M}{(1+r)^n} \tag{7·2}$$

式中，C 表示定期支付的利息；M 表示债券的面值。例如，现在发行票面额为 100 元，每年按年率 8% 付息，每年付息 1 次，10 年还本的债券。假如市场利率升到 9%，那么这张债券的价格应当只有 93.5 元，或者说，若按面值推销，则无人愿意购买。

如果投资人在债券尚未到期时出售债券，则上述公式需要改写为：

$$P_B = \sum_{t=1}^{n} \frac{C}{(1+r)^t} + \frac{P}{(1+r)^n} \tag{7·3}$$

式中，P 表示出售债券时的价格。使用这个公式时，困难在于估计未来出售债券时的价格。

第三，定期付息、没有到期日的债券。这种债券也称永久性债券。对持有人来说，这类债券意味着永久性的定期收入。在票面利率固定的情况下，每期的现金流是同样的。其价格计算式可以写成：

$$P_B = \frac{C}{r} \tag{7·4}$$

从债券价值的计算公式中可以看到，影响债券价格波动的因素主要是贴现

率，也就是利率的变化。当然，不同的期限，不同的票面利息率，也对债券价格变化产生影响。例如，期限越长、票面利息率越低的债券，其价格变化对利率变动越敏感。如果其他因素不变，债券的价格也会随到期日的临近逐渐地接近面值。

关于期限对于债券价格利率敏感性的影响，可以举例子看一下。假定有三种面值为1 000元，年收入60元即利率相当于6%的债券，分别是1年期到期还本付息的债券、10年期每年付息到期还本的债券和无期限的永久性债券，在市场利率为4%、6%、8%时，它们的市场价格如表7—1所示。

表7—1　　依据利率形成的债券市价　　单位：元

债券种类	按下列市场利率计算的债券市场价格		
	6%	4%	8%
1年期债券	1 000.00	1 019.23	941.48
10年期债券	1 000.00	1 162.22	865.80
永久性债券	1 000.00	1 500.00	750.00

在表7—1中，当市场利率与债券名义利率相等时，市场价格与面值一致当市场利率下降时，债券市价上升幅度依偿还期限的短长依次增大；当市场利率上升时，债券市价下降的幅度依偿还期限的短长也依次增大。这表明证券的期限越长，其价格的利率敏感度就越大。因此，投资于长期的证券，其价格变动风险大于投资于短期证券。相应地，长期债券的利息率就要高一些，以补偿投资者所承担的风险。这体现了风险与收益相匹配的道理。

股票价值评估

如果投资的对象是股票，评价价值的工作复杂得多。股票不像债券，没有偿还期限；除优先股以外，普通股股票的收益不确定。因此，使用现金流贴现的方法评价股票价值需要做更多的工作。按照股票中优先股与普通股的区分，计算价值的公式不同。优先股没有到期日，持有人可以定期取得固定的股票红利。在这个意义上，优先股与永久性债券是一样的。因此，优先股的价值计算公式完全可以等同于永久性债券的计算公式（7·4）。

对于普通股股票，计算价值的关键之一是估计未来的现金股票分红，——这是投资人预期可以得到的未来收益。普通股股票价值的一般计算公式是：

$$P_S = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \cdots = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t} \tag{7·5}$$

其中 D_t 是第 t 期的现金红利。

普通股的分红，并不排除连年红利金额大体不变的情况。假如存在这样的情况，其价值的计算公式等同于优先股。然而这种情况绝非必然。如果红利的分派呈现等比递增的态势，以 g 代表增速，即依次的 D_t 是等比递增级数：$D_1=D_0(1+g)$，$D_2=D_1(1+g)$，$D_3=D_2(1+g)$，…则计算公式应是：

$$P_S=\sum_{t=1}^{\infty}\frac{D_0(1+g)^t}{(1+r)^t} \tag{7·6}$$

简化这个公式则为：

$$P_S=\frac{D_0(1+g)}{r-g} \tag{7·7}$$

企业的盈利，在其发展过程中，不会是一成不变的格局，如不会是永远持平、永远递增或永远递减。从而，持有剩余要求权的股东可以分得的现金红利也不会是一成不变的格局。比如处于创业期和增长期的企业，利润都会处于增速状态，但却有别：一般来说，处于创业期和增长期的企业利润增速不稳定，但增速却比较高。进入成熟期以后，增长速度会降下来，但增速却趋于稳定。根据企业在不同寿命期的利润以及红利有不同增长速度的判断，提出了红利分阶段增长模型，即按照不同的红利增长速度分别计算各阶段的股票价值，然后汇总。如果以 P_{S1} 表示按较快增速所计算出来的创业期和增长期的股票价值，以 P_{S2} 表示按增速趋缓并趋于平稳所计算出来的成熟期的股票价值，那么，股票的价值就是：

$$P_B=P_{S1}+P_{S2} \tag{7·8}$$

用这样一个公式评价普通股股票价值时，除需要估计股利增长速度外，如何确定贴现率这个参数也极为关键。贴现率必须是能够充分反映投资风险的利率。这就是说，需要对投资的风险进行评价。

市盈率

在评价股票价值时，除了现金流贴现方法以外，还有一种相对简单的方法——市盈率（price-earning ratio）方法。所谓市盈率，是股票的市场价格与每股盈利的比值。如果可以找到一个可以参照的合理的市盈率，用它乘以股票的预期盈利，就可以很快地计算出股票的价值。其计算公式是：

股票价值 = 市盈率 × 预期每股盈利 (7·9)

用市盈率的方法估计股票价值的关键是要找到合适的市盈率。一般是选择有基本相同盈利能力和增长潜力的同行业上市公司的市盈率，经过适当调整后，作为计算依据。当股票市场价格过高，有很大泡沫时，需要经过向下的调整；反之，则要作向上的调整。

由于市盈率在相当程度上反映着股票价格与其盈利能力的偏离程度，所以对于投资人来说，可用以指导投资。如果市盈率太高，可能意味股票的价格较大地高于价值。在这种情况下，就需要卖出手中持有的股票，或不购买这种股票。如果市盈率太低，可能意味着股票的价值被低估，则正是投资的好时机。但是，以上判断并不绝对。因为高市盈率还可能意味股票收益有很好的增长潜力，投资人对股票特别看好；低市盈率可能意味股票的未来收益前景不好，投资人对股票不看好。

有时候，证券的监管部门也十分关注市盈率的高低。如果市场的平均市盈率太高，政府可能得出市场泡沫过大的判断，然后采取一定的措施帮助消除泡沫。

将我国的市盈率与外国的比较，明显偏高。但由于我国目前上市公司的股票有很大的部分不可以流通，再加上其他一些不可比的因素，简单对比难以得出正确的判断。

第四节　风险与投资

金融市场上的风险

一般的理解，所谓风险，就是未来结果的不确定性。不确定程度越高，风险就越大。对风险的另一种理解是，未来出现坏结果如损失的可能性。

金融市场上的风险可以大致分为市场风险、信用风险、流动性风险、操作风险、法律风险和政策风险，此外还有道德风险。

市场风险（market risk）是指由基础金融变量，如利率、汇率、股票价格、通货膨胀率等方面的变动所引起的金融资产或负债的市场价值变化会给投资者带来损失的可能性。经济学家和金融分析家亨利·考夫曼，曾经这样描述利率的变化幅度加大对于金融世界的扰动从而对金融市场和实际经济影响的演变过程：[①]

当我1962年加入所罗门兄弟公司时，金融生活平静而缓慢地进行着。利率没有像今天这样成为全国注意力的焦点……日常的金融交易按照传统方式进行。……一些位数不多的机构投资者在固定利率下从事投资，他们使用的分析技术相当简单。债券和股票投资者各行其是。只有一小部分华尔街人跟踪联邦储备和财政部每日、每周的业务活动，货币供应量的波动只受到少数学术界认识的注

① 亨利·考夫曼：《利率、市场与新的金融世界》，中译本，1～3页，北京，中国金融出版社，1990。

视，实干家则漠然视之……1962年，金融交易的涨落使3个月期国库券收益率在2.5%～3%之间、20年期政府债券收益率在4%～4.5%之间波动，银行优惠贷款利率则保持在4.5%不变。1981年，国库券收益率为17.8%，长期政府债券收益率为15.25%，优惠利率达21.5%。……利率的变化以及其他因素的变化，导致了传统市场分析家未能预见的信用紧张和金融危机。……现在，金融市场已成为人们极为关注之地。以往的平静不复存在。取而代之的是变动与不安。现在债券投资者普遍使用复杂的、既包括国内也包括国外投资机会的风险收益矩阵分析，对中央银行业务活动的监测和评价已由一个专业人员队伍来进行。……现在，公司的主要金融官员也往往是公司董事会的成员。在公司的眼里，资金的获取和筹资条件已经变得和生产、销售同等重要。居民在金融方面的头脑也明显比以前复杂多了。

信用风险（credit risk）是指交易对方不愿意或者不能够履行契约的责任，导致另一方资产损失的风险。由于其中一方信用等级下降，使持有金融资产方的资产贬值，也属信用风险。比如，当企业信用等级下降时，它所发行的债券的市场价格会下降，债券投资人就会遭受损失。信用风险也包括主权风险（sovereign risk），如当某个交易对方因为所在国家实行外汇管制而不能履行责任之类的情况。

流动性风险（liquidity risk）有两种含义。一种是由于市场的流动性不高，导致证券持有者无法及时变现而出现损失的风险。这种风险叫做市场或产品流动性风险（market/product liquidity risk）。另一种是金融交易者本身现金流出现困难，不得不提前低价变现金融资产时，可能将账面损失变为实际损失的风险。这种风险叫做现金流风险（cash flow/funding risk）。

操作风险（operational risk）是指由于技术操作系统不完善、管理控制缺陷、欺诈或其他人为错误导致损失的可能性。比如，交易未能得到执行的执行风险（execution risk）；工作人员蓄意隐瞒信息的欺诈风险（fraud risk）；自然灾害、不可抗拒力以及关键人物事故导致的风险等。

类如签署的合同因不符合法律规定并从而造成损失的风险就是法律风险（legal risk）。法律风险还包括由于违反政府监管而遭受处罚的遵守与监管风险（compliance and regulatory risk）。比如，由于操纵市场、内幕交易而被处罚等。

政策风险（policy risk）则是指货币当局的货币政策以及政府财政政策、对内对外经济政策乃至政治、外交、军事等政策的变动，可能给投资者所带来的风险。

道德风险

在对风险的讨论中道德风险（moral hazard；又译“道德公害”）特别吸引人们关注。也许要提醒一句，道德风险的“风险”，英文是 hazard，上面所说的各种风险的“风险”，却是 risk。

在文献中经常看到的，在讨论中经常听到的，是信息不对称、逆向选择和道德风险这一串概念的组合。投资者和融资者，对信息的掌握是不对称的：一般情况下，投资者对于所面对的融资需求有关情况的了解，不可能像融资者了解的那么多。即使融资者合乎规范地提供应该提供了所有信息的条件下也会如此。如果融资者依靠自己在信息方面的优势，对融资的发布和论证有所夸大或隐瞒，那就有可能使投资者做出不利的，也即“逆向”的选择。逆向的选择，无疑使遭受风险的概率加大。在这样情况下所面对的风险就属于道德风险。这就是说，市场上投资者面对的招股说明书、发债说明书，以及后面将要讲到的银行所面对的贷款申请书等等，都有可能包含着道德风险。对于融资成立之后，融资者不按约定的方向运用所融入的资金，这样的问题也归入道德风险的范围。实际上，道德风险使用的范围还要广泛。后面将不断提及。

道德风险是对可用“道德”原因所引出的 hazard 的一组问题的概括。至于其可能的经济和金融结果则脱不出上述的市场风险、信用风险等 risk 的范围之外。

关键是估量风险程度

一个最基本的常识是，只要投资，就必然冒风险。进行风险无所不在的金融投资尤其是如此。买股票，可能股票价格下跌，由于算计不周没有及时出货，眼见到手的利润，瞬息之间，挥发了。做地产生意，可能一个细节没有注意到，或发生了无论如何想像不到的事件，结果地价暴跌，亏得血本无归。其实，就是不进行金融性的投资，比如老老实实开个杂货店，也可能因为经营不善，或因为火灾、地震或恐怖事件之类无法预料的事件而遭受严重损失。除非不投资，将钱严严实实地埋在地下或保存在哪家银行的保险柜中。但这也不能保证绝对没有损失，通货膨胀会使货币财富贬值。

当然，人们不会因为投资有风险就不去投资，只不过是选择自己可以承受的风险项目投资罢了。一般来说，年轻人、敢于冒险的人、有钱的人承受风险的能力较高，会倾向于做高风险的投资。一旦成功，可以有高额回报。中老年人、小心谨慎的人、中低收入阶层的人，承受风险的能力较低，倾向于做谨慎型投资。

当然，投资的回报也会低些。

问题是要想办法估计投资对象的风险程度，然后投资人才好根据对风险的承受能力和对收益的追求程度决策：从众多投资机会中选出自己认为合意的项目投资。当然，在投资的过程中，投资人不会被动地等待风险降临，比如会选择某些避险的工具，将风险转移出去。这时，金融衍生产品就派上了用场。

一些专业投资机构，专门为有不同风险规避程度的投资人，设计不同的投资品种。如投资基金中有收益型基金、成长型基金等等的区别。

总之，认识风险，衡量风险的大小，是投资决策程序中的第一件事。在20世纪60年代以前，对风险的估计还是十分粗糙的，只能大概地用高、中、低的词汇衡量。这种不能量化的衡量结果给机构投资人，尤其投资基金的资产组合管理带来一定难度。1952年，美国经济学家诺贝尔经济学奖获得者哈瑞·马科维兹（Harry Markowitz）提出资产组合理论（portfolio theory），使投资风险的衡量可以数量化。这是对现代金融理论的重大贡献。

风险的度量

度量风险，首先，需要知道投资收益率。投资收益率可以用这样一个公式计算：

$$r=\frac{C+(P_1-P_0)}{P_0} \tag{7·10}$$

式中，C 表示投资的资产收入；如利息、股息等等；P_1 表示期末价格；P_0 表示期初价格；P_1-P_0 表示资本收入——资本市价涨跌所带来的收入。

如果我们将风险定义为未来结果的不确定性，那么，用数理统计的语言描述，投资风险就是各种未来投资收益率与期望收益率的偏离程度。所谓期望收益率，就是未来收益率的各种可能结果，乘以与它们相对出现的概率，然后相加。设为期望收益率，则计算公式是：

$$\bar{r}=\sum_{i=1}^{n}p_i\cdot r_i \tag{7·11}$$

式中，r_i 是投资的未来第 i 种可能的收益率；p_i 是第 i 种收益率出现的概率。

假定投资人要在A、B、C三种资产中选择一种或两种资产进行投资。估计第二年每个资产的收益率可能有4种结果，每一个估计的结果都有一个确定的概率与之对应。如表7—2。

表 7—2

	A		B		C	
	r	p	r	p	r	p
1	0.20	0.25	1	0.05	0.40	0.10
2	0.14	0.25	0.6	0.20	0.20	0.30
3	0.10	0.25	0.1	0.70	0.05	0.40
4	0.04	0.25	−1.00	0.05	0.00	0.20

表中，r 为收益率；p 为收益率实现的概率。根据以上公式计算出资产 A、B、C 的期望收益率是：

$$\overline{r}_A = 0.20 \times 0.25 \times + 0.14 \times 0.25 + 0.10 \times 0.25 + 0.04 \times 0.25 = 12\%$$

$$\overline{r}_B = 1.00 \times 0.05 + 0.60 \times 0.20 + 0.10 \times 0.70 + (-1.00) \times 0.05 = 19\%$$

$$\overline{r}_C = 0.40 \times 0.10 + 0.20 \times 0.30 + 0.05 \times 0.04 + 0.04 \times 0.20 = 12\%$$

知道了期望收益率，就可以用收益率与期望收益率的偏离度表示风险。具体地，是用标准差 σ 这个统计值表示

$$\sigma = \left[\sum_{i=1}^{n} (r_i \quad \overline{r})^2 \cdot p_i \right]^{\frac{1}{2}} \tag{7·12}$$

用这个公式计算，三种资产的风险度分别为：

$\sigma_A = 0.058\ 3$

$\sigma_B = 0.323\ 9$

$\sigma_C = 0.120\ 8$

资产组合理论认为，在一定统计期内已经实现的投资收益率变化及其发生的概率，基本符合正态分布。一些学者对股票收益率的历史数据研究证实了这一点。如果未来的收益率概率分布类似于过去的、已经实现的情形，那么，可以认为未来收益率波动的概率分布基本符合正态分布。于是，测算标准差的意义就是：已经知道投资的期望收益率和标准差，即可计算收益率发生在一定区间的概率。以资产 A 为例，投资的期望收益率和标准差分别是 12% 和 5.83%，那么，投资收益率在 12% ± 5.83% 区间内变化的可能性是 68%，在 12% ± 2 × 5.83% 区间的可能性约是 95%，等等。

资产组合风险

同样，在了解资产组合的风险之前，需要了解资产组合的期望收益率。

资产组合的收益率相当于组合中各类资产期望收益率的加权平均值。权数是各资产价值在资产组合总价值中所占的比重。计算公式是：

$$r_p = \sum_{i=1}^{n} w_i \cdot \overline{r_i} \tag{7·13}$$

式中，r_p 指资产组合的期望收益率；w_i 是第 i 种资产所占的比重；$\overline{r_i}$ 是第 i 种资产的期望收益率。

知道了资产组合的期望收益率以后，就可以评价该组合的风险。与投资单一资产不同，当持有资产的种类超过一种时，对投资风险的衡量就不停留在把各种单一资产的风险简单相加。因为多种资产的收益率之间可能存在不同的相关关系：可能是正相关，可能是负相关，也可能是不相关。正相关关系越强，通过组合投资降低风险的程度就越低；负相关关系越强，通过组合投资降低风险的程度就越高。

表达变量之间关系，在统计中采用协方差与相关系数。这样，计算资产组合风险的一般公式是：

$$\sigma_p = \left[\sum_{i=1}^{n} w_i^2 \sigma_i^2 + 2 \sum_{0 \leqslant i < j \leqslant n} w_i w_j \sigma_i \sigma_j \rho_{ij} \right]^{\frac{1}{2}} \tag{7·14}$$

式中，σ_p 表示组合的风险度；下标 j 表示第 j 种资产；ρ_{ij} 表示第 j 种资产收益率和第 i 种资产收益率之间的相关系数。

以两种资产的组合为例，公式（7·14）可具体为：

$$\sigma_p = (w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + 2 w_1 w_2 \sigma_1 \sigma_2 \rho_{1,2})^{\frac{1}{2}} \tag{7·15}$$

当两种资产收益率之间为完全正相关，即相关系数为正 1 时，资产组合的风险就是：

$$\sigma_p = w_1 \sigma_1 + w_2 \sigma_2 \tag{7·16}$$

当两种资产收益率之间为完全负相关，即相关系数为 -1 时，资产组合的风险就是：

$$\sigma_p = w_1 \sigma_1 - w_2 \sigma_2 \tag{7·17}$$

当两种资产的收益率完全不相关时，该资产组合的风险可用下式表示：

$$\sigma_p = (w_1^2 \sigma_1^2 + w_1^2 \sigma_1^2)^{\frac{1}{2}} \tag{7·18}$$

如果两种资产的比重满足如下要求，则这种资产组合的风险为零：

$$w_1 = \frac{\sigma_2}{\sigma_1 + \sigma_2}; \quad w_2 = 1 - w_1 \tag{7·19}$$

投资分散化与风险

现实生活中，人们经常会自觉不自觉地应用投资分散化的原理，如将个人积蓄的一部分存在银行，一部分购买股票、债券，一部分购买保险，一部分买房，

等等。在这里，人们运用投资分散化的原理，降低了投资组合的风险。当然，投资收益率也不能期望达到最高。证券投资机构也同样是这样运作的：它们汇聚众多的私人资金以后，投资于多种股票或债券，以尽可能降低风险。

资产组合的风险分为两类：系统风险（systematic risk）和非系统风险（non-systematic risk）。所谓非系统风险，是指那种通过增加持有资产的种类数就可以相互抵消的风险。经验数据证明，如果持有的资产种类数超过 20 种，资产组合中的非系统风险就会被完全抵消掉。显然，可以相互抵消的风险是分别由各该资产自身的原因引起的。如某上市公司更换总经理，可能使股票价格下降。而更换经理这种事件不会同时在许多公司发生；如某一家公司推出一个新型产品，可能导致该公司股票价格上升，而新型产品也不会同时普遍推出。假如这两个事件恰好同时发生而一个人碰巧持有这样两只股票，那么，这个人的总投资收益可能不升也不降，利好、利空相互抵消，收益率不变。系统风险则是无法通过增加持有资产的种类数量而消除的风险。比如，经济衰退的预期可能使所有股票的价格下跌。这时，整个资产组合的价值会贬值，投资收益率必然下降。

资产组合中的系统风险与非系统风险可以用图 7—1 表示。

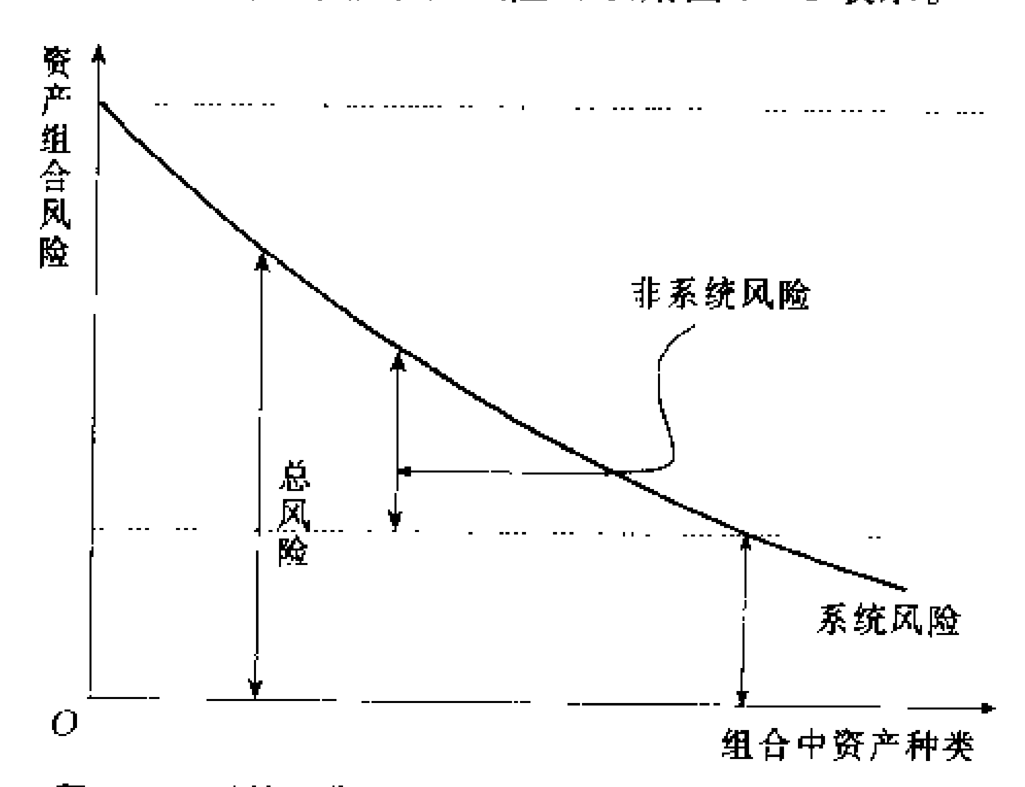


图 7—1　系统和非系统风险与组合中资产种类数量的关系

从图 7—1 中可以看出，随资产种类在组合中数量的增加，非系统风险被全部抵消掉，剩下的只有系统风险。

既然如此，人们总是希望在不影响投资收益的情况下，通过适当的分散投资，消除非系统风险，从而降低整体风险。

有效资产组合

传统的投资理念告诉我们，规避风险的一个好方法就是不要把所有的鸡蛋放在一个篮子里。以上关于投资分散化对于降低组合风险的讨论，可以从中体会这一点。同时，金融基本原理还告诉我们，风险与收益是匹配的：期望高收益率必然要冒高风险；追求低的风险则只能期望低的收益率。但是，马科维茨的资产组合理论在这方面又往前走了一步，这就是效益边界（efficient frontier）理念。按照这个理念，任何一个投资组合均存在有效与无效之分。在一个相同的风险度上，可能存在很多组合，其中只有一个收益率是最高的，因而是有效的。按照这样一种说法，以最低的风险取得最高收入的说法固然不妥，取得与风险相适应的收益的说法也不确切。正确的说法应该是，在相同风险下应取得最高收益。

按照资产组合理论，有效资产组合是风险相同但预期收益率最高的资产组合；在资产组合曲线上是叫做效益边界的线段。如图 7—2 所示的 A—C 线段。

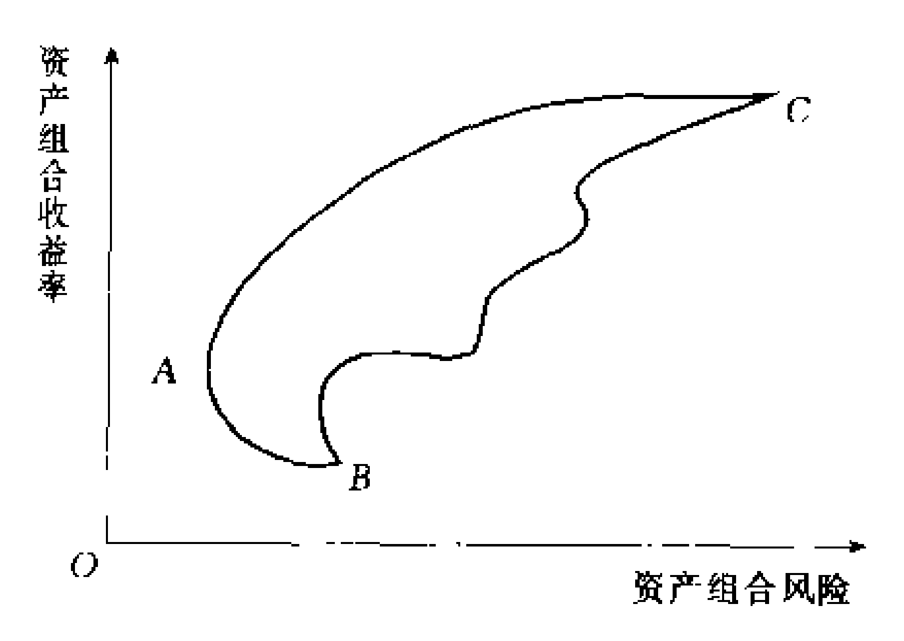


图 7—2 资产组合的曲线与效益边界

如果选择 n 种资产进行投资，对它们的任何一种组合都可以形成特定的组合风险与组合收益。在图 7—2 中，落在 BAC 区间内的任何一点都代表在 n 种资产范围内所组成的某一特定组合的组合风险与组合收益关系。显然，在区域 BAC 中，只有组合风险与组合收益的交点落在 A—C 线段上的组合才是有效的组合：它们是在同等的风险上具有最高的收益率。其他的点不具备这样一种组合效果，则是无效的资产组合。

效益边界及其阐明的观点，是资产组合理论精髓之所在。

最佳资产组合

效益边界的原理向我们展示，一个追求同样风险下最高投资收益的理性投资

人所应选择的资产组合在哪里。但是，效益边界只是提供了一个有效的区间——A—C线段，而不是哪一个确定的点。这就是说，这一原理所提示的是可供选择的一组有效组合，而具体选择哪一个点则取决于投资人的偏好。

对于不同的投资人来说，是否“最好”，取决于他的风险承受能力。如果风险承受能力低，那么对他来说，最好的组合位于效益边界偏低的一端；如果投资人富于冒险精神，那么，以低的风险取得相对低的收入不是他的理念——理想的组合点位于效益边界偏高的一端。

资产组合理论是现代金融理论中的一个重要部分。在实践中，被广泛运用于个人及机构的投资管理中。由于资产组合对于市场价格、利率、通货膨胀以及各种风险均有高度的敏感性，而资产组合的趋向本身对于经济增长和稳定等问题又往往有关键性意义。所以，它的作用不仅限于微观经营活动，在宏观调控中也必须予以重视。

第五节　资产定价模型

为什么要研究资产定价模型

本章第三节，在讨论有价证券价值确定的内容中，仅提示，应选取与风险相匹配的贴现率 r。当学习了风险衡量以及资产组合的理论以后，就可以着手解决这一课题。

资产定价模型（asset pricing model），就是帮助我们找到适当的贴现率并确定资产价值的一种有用工具。

资产定价模型主要是资本资产定价模型（CAPM，capital asset pricing model）。后来有多要素模型和套利定价模型之类的发展。

资本市场理论

资本资产定价模型是1964年由威廉·夏普（William Sharp）、约翰·林特尔（John Lintner）和简·莫斯（Jan Mossin）三个人同时提出来的。这个模型以及有关的资本市场理论，是建立在马科维茨奠定的资产组合理论基础上的。

了解资本资产定价模型，首先需要了解资本市场理论。

在资产组合理论中，我们假设构造的组合中所有资产都是风险资产。如果引入无风险资产（risk-free assets）进入资产组合，资产组合理论做了这样的假设：在资产组合中引入无风险资产，并且假定投资者对于风险资产的投资是按照一个

特定的市场组合进行的，则新构成的组合包含一种无风险资产和一组风险资产组合构成的特定组合。无风险资产，在一个经济体中的基本只有一类，如政府债券。一组风险资产组合中的风险资产，在这里并非包括任何种类的风险资产，而实际只是限定在证券市场上的风险资产，如股票。采取这种处理方法也有一定道理。因为股票价格的变化反映发行人的风险以及发行人所在行业、所在社会的风险；而股票市场则汇聚了来自多行业的众多企业的股票。所以，股票市场所有资产的组合，在一定意义上可以代表社会所有风险资产的集合。这样的风险资产组合称之为市场组合（market portfolio）。

用 F 和 M 分别代表一种无风险资产和市场组合，则新的资产组合等于 $F+M$。这个新资产组合的收益和风险可根据公式（7·13）、(7·14) 展开：

$$\bar{r}_p = w_f r_f + w_m \bar{r}_m \tag{7·20}$$

$$\sigma_p = (w_f^2\sigma_f^2 + w_m^2\sigma_m^2 + 2w_f w_m \sigma_f \sigma_m \rho_{f,m})^{\frac{1}{2}} \tag{7·21}$$

式中，r_f 与 $\bar{r}_m$ 分别代表无风险资产与市场组合的期望收益率，w_f 与 w_m 分别代表两类资产的比重，σ_f 与 σ_m 分别代表无风险资产与市场组合的标准差。由于无风险资产的风险为零，即 $\sigma_f=0$，那么相关系数 $\sigma_{f,m}=0$。很显然，引入无风险资产以后，资产组合的风险计算公式并没有变得复杂——组合的风险相当于风险资产在组合中的比重乘以其标准差：

$$\sigma_p = w_m \sigma_m \tag{7·22}$$

这是迈向资本资产定价模型的重要一步。

根据新资产组合的期望收益率和风险，可以在坐标图上划出一条向上倾斜的、与马科维茨资产组合曲线相切的直线。这条直线叫做资本市场线（capital market line)。见图 7—3。

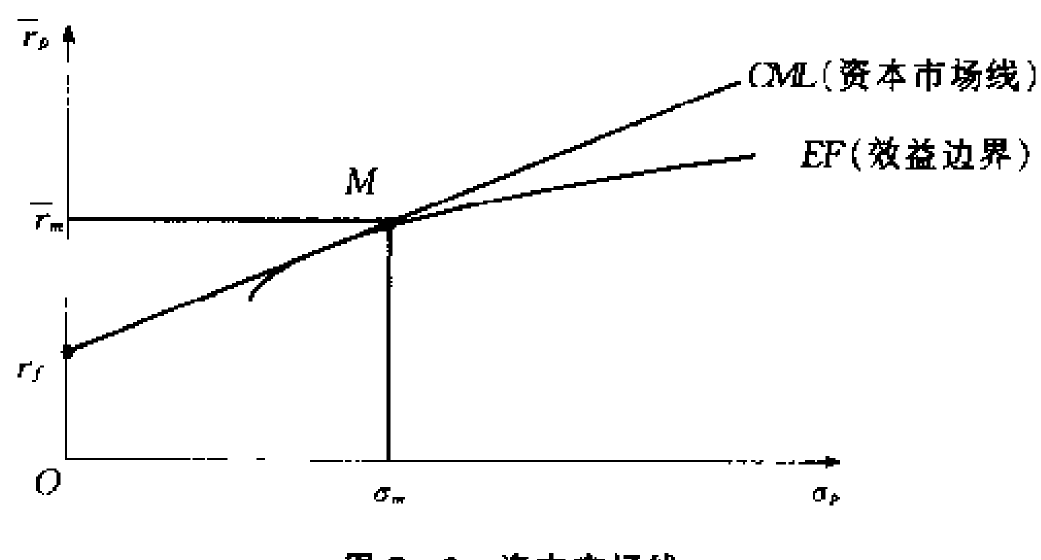


图 7—3　资本市场线

在图 7—4 中，CML 线的斜率是$(\overline{r}_m - r_f)/\sigma_m$；直线的截距是无风险利率，表示当资产组合中所有的资金投资于无风险资产时，即 $w_f = 100\%$、$w_m = 0$ 时，该资产组合所对应的风险与收益率。资本市场线上的 M 点同时位于马科维茨的效益边界之上，它表示当所有的资金全部投资于风险资产组合时，与资产组合的风险与收益相对应的点，这时，$\sigma_P = \sigma_m$、$\overline{r}_p = \overline{r}_m$。

在资本市场线上，所有的点均表示一种无风险资产 F 与市场组合 M 这两者的任意一种组合所对应的风险与收益。其中，$r_f - M$ 线段上的点表示 w_f 与 w_m 在 0、1 之间相互消长的变动。在这个线段上，对于 F 和 M 的投资都是正方向的。在 M 点向右上方延伸的线段上，所有的点则代表与如下一种情况相对应的风险与收益：无风险资产投资 F 为负，而市场组合 M 的投资比重大于 1。当以无风险利率借入无风险资产并用以全部投资于风险资产组合时，这时的无风险资产投资 F 为负。

举例，有无风险资产 F 与风险资产组合 M，二者风险与收益如下：

	预期收益	风险
F	10%	0
M	14%	20%

设 F 与 M 有四种组合，每种组合的风险与收益：

	W_F	W_M	$\overline{r}_p$	σ_p
1	100%	0	10.0%	0
2	50%	50%	12.0%	10%
3	0	100%	14.0%	20%
4	-20%	120%	14.8%	24%

将计算出来的组合风险与收益描画到坐标图上，我们会发现一条向上倾斜的、与效益边界相切的直线。

为得到资本市场线，经济学家做了三个基本的假设：第一，假设资本市场是完善的市场，这意味着市场中买方和卖方的数量足够大，使得任何一笔交易不会影响市场的价格，所有的投资人都是市场价格的接受者而非操纵者；第二，不存在交易成本以及干扰资金供求的障碍，因而市场的摩擦成本最低；第三，存在一种无风险资产可以允许投资者投资或借贷。

只要存在有可能按照无风险利率投资、借贷的机会，投资人就会更愿意持有无风险资产 F 和风险资产组合 M。从图 7—3 可以看出，由于 CML 除了与效益边界的切点 M 以外，其他各点均位于效益边界的上方。从以相同的风险追求最

高收益的动机出发，选择在资本市场线上的投资组合效果最优。由此，即可进入对资产定价模型的讨论。

资本资产定价模型

资本市场线以公式表示为：

$$\bar{r}_p = r_f + \frac{\bar{r}_m - r_f}{\sigma_m}\sigma_p \tag{7·23}$$

式中，$\bar{r}_m - r_f$ 表示市场组合 M 的风险溢价，即由于资产有风险而相应可以获得高出无风险资产收益的收益。

公式右边分为两部分：第一部分用无风险利率表示投资的机会成本补偿；第二部分表示投资的风险溢价。于是，对资产组合期望收益率的计算有了比上一节更简化的方法。

但是，由资本市场线公式得出的期望收益率并没有针对某一个资产，因而无法解决某个资产的定价问题。经济学家希望能在资本市场线公式的基础上进一步发展，得到单个资产的期望收益率。

这需要先弄清一个问题，即单个风险资产，如股票，其收益率与市场组合收益率之间的关系。首先假定，投资人持有的是一组而不是单一资产。因此对于每一项资产，投资人所关心的不是该资产本身的风险，而是持有该资产后，对整个资产组合风险的影响程度。在这个基础上，确定该资产的风险补偿以及期望收益率。

单个资产对整个市场组合风险的影响可以用 β 系数表示。这一系数相当于资产 i 与市场组合——资产 i 包括在内的市场组合——的协方差同市场组合方差之比：

$$\beta_i = \frac{\sigma_{i,m}}{\sigma_m^2} \tag{7·24}$$

式中，β_i 代表第 i 种资产的市场风险溢价系数。

单个资产的期望收益率就可以用下面的公式表示：

$$r_i = r_f + \beta_i(\bar{r}_m - r_f) \tag{7·25}$$

这个公式就是资本资产定价模型。

因此，某特定资产收益率与市场组合收益率的协方差越大，该资产的 β 值越大，期望收益率也越大。从资本资产定价公式中还可以知道，无风险资产的 β 系数为零，即 $\beta=0$；市场组合的 β 系数为 1，即 $\beta_m=1$。

资本资产定价模型反映的是一个特定资产的风险与其期望收益率的关系。公式右边的第一项表示投资的机会成本补偿，用无风险利率表示，第二项表示投资

的风险补偿，用对于市场风险溢价调整以后的数据表示。

特定资产风险与预期收益率的关系可以用证券市场线（SML）表示（见图7—4）：

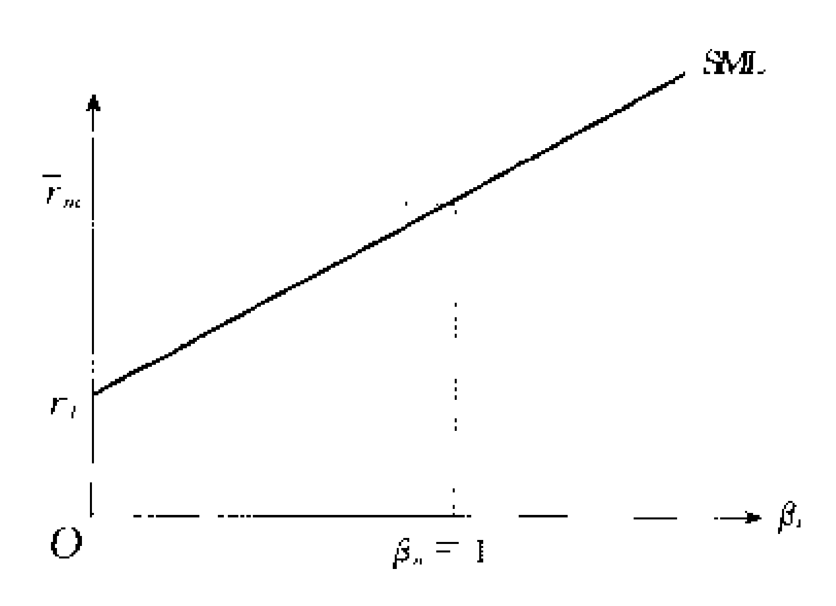


图 7—4 证券市场线

证券市场线是以无风险利率为截距、斜率为（$\overline{r}_m - r_f$）的直线。它直观地表现出特定资产的风险与期望收益率的关系。

到这里，我们就基本解决了通过资产定价模型寻找与资产风险匹配的贴现率的问题：只要给定特定资产的 β 系数，以及无风险利率和市场风险溢价，就可以得出该资产的期望收益率。

例如，已经知道目前的无风险利率是 3%，市场组合的风险溢价是 5%，如果某股票的 β 系数是 1.5，那么，该股票的期望收益率就是：

$$3\% + 1.5 \times 5\% = 10.5\%$$

用这个期望收益率作为评价该资产价值的贴现率，对预期现金流进行贴现，就可以完成用现金流贴现法评价资产价值的过程。

资本资产定价模型以及资本市场线表示的是在市场均衡状态下单个资产的期望收益率与风险的关系。但市场并不总是处于均衡状态的，这时，资产价值或被高估或被低估，表现为按照市场价格计算出来的投资收益率高于或者低于用资产定价模型计算出来的值，在图 7—4 中，则表现为相关的点或落在 SML 直线的上面，或落在下面。如果某只股票的收益率大于或小于用资本资产定价模型计算出来的收益率，则意味着该股票的价值已经被低估或者高估，投资者可以决定是买进还是卖出该股票。

资本资产定价模型是现代金融学研究中具有里程碑意义的成果。正因为此，后人对其进行了大量的实证研究，以求其在理论研究和实践中具有正确的指导意义。但实证研究的结论引起了大量的、进一步的讨论，而一些研究结果显示 β

系数与资产的平均收益率之间的关系并不密切。于是，人们在资本资产定价模型基础上进一步研究，并形成了一些新的资产定价模型。

多要素模型与套利定价理论简介

资本资产定价模型认为，人们可以很好地通过证券市场，特别是股票市场，进行分散化投资并从而规避非系统风险。因此，定价公式中只需要考虑对市场风险的补偿。但是，一些经济学家认为这样的分析过于笼统。影响经济生活中总体市场风险变化的因素很多：除了资本资产定价模型所考虑的市场风险——证券市场风险——以外，如国民收入增长率和未来的收入水平、利率水平、能源价格、消费品价格等等——相对于资本资产定价模型所指的市场风险，被统称为非市场风险，都是投资者事实上不能不考虑的因素。如果能分别在资本资产定价模型的基础上再增加一些风险因素，就会使模型的表达更为准确。

1973 年，罗伯特·默顿提出了多要素模型（multifactor CAPM）。

假定除了市场——证券市场——风险以外，还存在 n 个影响资产收益率的非市场风险因素，则资本资产定价模型可以改写为多要素模型：

$$\bar{r}_i = r_f + \beta_{i,M}(\bar{r}_M - r_f) + \beta_{i,f1}(\bar{r}_{f1} - r_f) + \beta_{i,f2}(\bar{r}_{f2} - r_f) + \cdots + \beta_{i,fn}(\bar{r}_{fn} - r_f) \tag{7·26}$$

式中，f_1，f_2，…，f_n 是从 1 到 n 个要素——除市场风险以外的风险要素；$\beta_{i,M}$是第 i 种资产的市场风险溢价系数；$\beta_{i,f1}$是除市场风险以外的第一种风险的溢价系数；$\bar{r}_{f1}$是要素 1 的期望收益率。

多要素模型的价值在于承认了非市场因素在资产价值确定中的作用，缺点是很难操作，不容易确认并估计所有的非市场风险。

套利定价理论（APT，arbitrage pricing theory）是 1976 年斯蒂芬·罗斯建立的。该理论假定资产的期望收益率受多个因素的影响，在这一点上与多要素模型一致。但是，与 CAPM 以及多要素的 CAPM 不同的是，套利定价理论强调套利行为在建立市场均衡过程中的作用。例如，一旦出现价格失衡，按照风险收益均衡的规律，投资者会自动调整资产组合直到市场恢复均衡。

第六节 期权定价模型

期权价格与期权定价模型

期权这种衍生金融产品的价值体现为期权费（option premium），即期权的买

主，按特定价格，从期权的卖主买进期权所支付的款项。期权费的多少就是期权的价格；行文中也有期权费价格（option premium prices）的说法。

期权费包含两部分内容：内在价值（intrinsic value）与时间价值（time value）。

在期权领域中，内在价值的术语是专指：期权相关资产的市场价格与执行价格，也叫履约价格（strike price 或 exercise price）两者之间的差额。对于看涨期权来说，内在价值等于市场价格大于执行价格的部分。例如，一种作为期权合约的股票，其执行价格是 50 美元，市场价格是 52 美元，则该股票的内在价值就是 2 美元。对于看跌期权来说，内在价值等于市场价格小于执行价格的部分。例如，一种作为期权合约的股票，其执行价格是 52 美元，市场价格是 50 美元，则该股票的内在价值也是 2 美元。市场价格与执行价格的差越大，期权的内在价值就越大。内在价值是期权费的核心部分。

期权的时间价值，是指期权费超过其内在价值的部分。在美式期权中，随着期权的有效期限的加长，期权的价值会随之加大。之所以如此，有这样的解释：比较其他条件相同但只有到期日不同的两只期权，有效期长的期权，其执行的机会包含了有效期短的期权所可能有的执行合约的机会；而有效期短的期权，则不可能有超过自己的有效期却处于有效期长的期权在其到期日之前所具有的执行合约的机会。

期权定价的理论模型，是在期权交易实践存在很久之后才于 1973 年问世。在这方面做出重要贡献的是费雪·布莱克（Fischer Black）、迈伦·斯科尔斯（Myron Scholes）和罗伯特·默顿（Robert C. Merton）。斯科尔斯和默顿也因此获得了 1997 年的诺贝尔经济学奖。[①] 解决了期权这种资产的定价方法，对于现代金融理论和实践的发展有重大意义。

按照期权的运作原理，对于购买期权者来说，期权的内在价值不会小于零。按美式期权，看涨期权 Call（call option）的价值区间是：

$$\text{Call} \geqslant \max(0, P - S) \tag{7·27}$$

看跌期权 Put（put option）的价值区间是：

$$\text{Put} \geqslant \max(S - P, 0) \tag{7·28}$$

式中，P 为相关资产在合约执行时的市场价格；S 为执行价格。

按照欧式期权，上面公式中的“≥”符号需要改成“=”符号。

期权价值的边界只给出了一个价值变化区间，要得到具体的数量值，还需要

① 布莱克于 1995 年逝世。

借助于不断发展的期权定价模型。到目前为止，有关的研究又有很大进展。但在说明基本原理时，还需要从最简单的二叉树定价方法开始。在本教材中，也仅限于用通俗的方式讲解这方面的最基本原理。

期权定价的二叉树模型

为了给期权定价，需要设计一个对冲型的资产组合（hedge portfolios）。设计的对冲型资产组合包括：（1）需要买进一定量的现货资产；（2）卖出一份看涨期权（为了简化，以下均就欧式期权讨论），该期权的相关资产就是买入的那种现货资产；（3）买入现货的量必须足以保证这个组合的投资收益率相当于无风险利率，从而使投资成为可以取得无风险利率收益的零风险投资。

先举一个具体例子：

假定某资产的当前市场价格是 80 元，预期一年以后价格可能上升到 100 元，也可能下降到 70 元。同时假定市场上现在有这种资产的看涨期权，期限一年，执行价格是 80 元，恰好等于当前的市场价格。这时，投资者可以买入该资产的 2/3，为此要付出 53.33 元（80×2/3）；同时卖出一份看涨期权，并从而有一笔期权费收入 C，即看涨期权的当前价格。两者相抵，实际的投资额为 53.33 元 − C。

当资产的价格一年以后上升到 100 元时，期权买方会行权，即按照约定的 80 元价格要求投资者出售资产。由于投资者手中只有该资产的 2/3，所以还得按 100 元的市场价格从市场上购买不足的 1/3 用于交货，支付的金额是 33.33 元；同时，得到 80 元的资产销售收入。在买卖合约和执行合约时，投资者的支出总额是86.67 元 + C[(53.33 元 − C) + 33.33 元]。如果暂不考虑 C，投资者亏 6.67 元（86.67 − 80）。

假如一年后资产的市场价格下降到 70 元，期权买方不会行权。这时，投资者的资产价值——起初买入该资产 2/3 的买入价值——要相应贬低。如果不考虑 C，投资者亏 6.67 元[(80 − 70)×2/3]，即与资产的市场价格上涨到 100 元时所亏的数量一样。

之所以不管资产的价格是涨是跌都会出现同样的结果，显然是由于在出售看涨期权合约的同时购买了 2/3 数量的同一种资产的现货，并从而起了对冲作用。

考虑到有期权费收入 C，可能不亏。由于不管资产的价格是涨是跌都亏 6.67 元，所以从平衡亏损的角度考虑 C，C 的决定是与资产价格的涨跌无关的。但还有一笔是必须加以考虑的，那就是投资所应取得的无风险利率的收益。假设无风险利率是 10%，则应有的收益是（53.33 元 − C）×10%。如果 C 满足

下式：

$$C = 6.66\text{元} + (53.33\text{元} - C) \times 10\%$$

即 C 等于 10.91 元，则投资者的投资行为是零风险的。

分析到这里可以看出，为了建立对冲组合，每出售一份看涨期权合约的同时需要购买一定比例的同一种资产的现货，这个比例叫做对冲比率。例子中对冲比率是 2/3。正是对冲比率足以保证组合的投资收益率相当于无风险利率。

以下推导如何确定对冲比率并从而确定期权价值的方法。

就看涨期权——而且是欧式期权——讨论，

设：P_0——期权合约中资产的当前价格；

u——该资产到合约执行时价格上升的幅度；

d——该资产到合约执行时价格下降的幅度；

r——时间为 1 期的无风险利率；

C——看涨期权的当前价格；

C_u——资产价格上升时的看涨期权内在价值；

C_d——资产价格下降时的看涨期权内在价值；

S——看涨期权的执行价格；

H——对冲比率。

当构造一个买进现货资产、卖出看涨期权的对冲交易时，投资于资产现货的资金相当于 HP_0，扣除卖出期权的收入，投资成本是 $HP_0 - C$。

到期末，资产组合的价值是：

1. 当资产价格上升时，有 $uHP_0 - C_u$。

2. 当资产价格下降时，有 $dHP_0 - C_d$。

由于要求的是无风险的投资组合，所以，无论资产价格是升还是降，设计投资组合的结果，即期末的资产价值应该一样。即：

$$uHP_0 - C_u = dHP_0 - C_d \tag{7·29}$$

从公式（7·29），求解 H，得：

$$H = \frac{C_u - C_d}{(u - d)S} \tag{7·30}$$

由于 $C_u = \max(0, uP_0 - S)$，$C_d = \max(0, dP_0 - S)$，当合约执行时的价格 P_0 为 100 时，$C_u = 20$，当 P_0 为 70 时，$C_d = 0$。于是，在上面的例子中，$H = (20-0)/[(1.25-0.875)\times 80] = 2/3$。

一旦知道了对冲比率 H，就可以进一步求出看涨期权的价格 C。

由于这个无风险投资组合的投资成本是 $HP_0 - C$，按照无风险利率 r 计算，

所投本金的未来价值应该是$(1+r)(HP_0-C)$，并且等于到期时资产的价值uHP_0-C_u或者dHP_0-C_d。因为$uHP_0-C_u=dHP_0-C_d$，可任取其一。如取价格上涨时的资产价值表达式，于是，有：

$$(1+r)(HP_0-C)=uHP_0-C_u \qquad (7\cdot31)$$

将对冲比率H的计算式代入公式（7·31），有：

$$C=\left(\frac{1+r-d}{u-d}\right)\frac{C_u}{(1+r)}+\left(\frac{u-1-r}{u-d}\right)\frac{C_d}{(1+r)} \qquad (7\cdot32)$$

将上面所举例子中的$u=1.25$，$d=0.875$，$r=0.10$，$C_u=20$元，$C_d=0$元的假设数据代入其中，得到期权的价值为10.91元。

以上为期权定价的方法称之为二叉树模型。之所以如此称谓，是由于论证出发点的基本要素可以由如图7—5形象地表达出来。

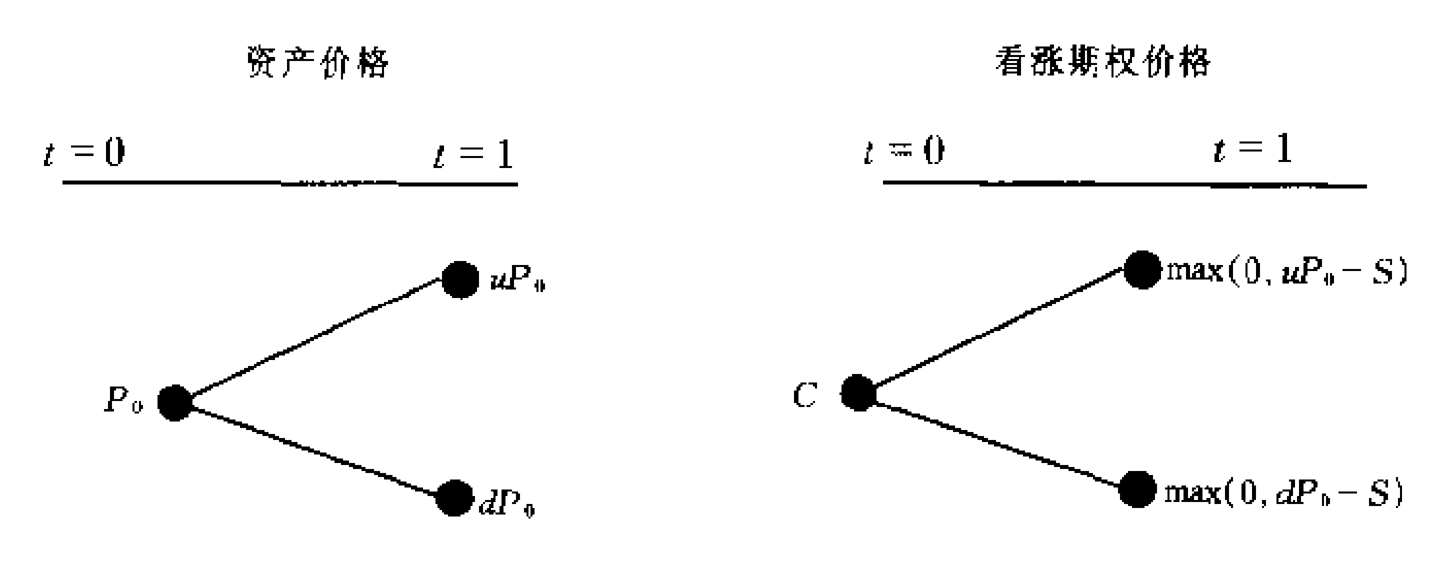


图7—5　一期的期权定价模型图示

我们上面分析了一个投资期只有一期的极其简单的情形。现实情况复杂得多。比如投资期不止一期，而是两期、三期……但基本原理还是一样的。

布莱克－斯科尔斯定价模型

布莱克与斯科尔斯的最大贡献，是导出一个相对简单的方程，使其能够在广泛的情况下对期权定价。对它的论证是有关专门学科的内容。下面仅作简单提示。

布莱克－斯科尔斯定价模型假定期权是欧式看涨期权；价格可以在期间内连续变动；无风险利率在期间内不发生变化；假设相关资产为股票，股票没有现金和利息等分红收入。该定价模型表示为：

$$c(t)=S(t)N(d_1)-Xe^{-y_f(T-t)}N(d_2) \qquad (7\cdot33)$$

$$d_1=\frac{\ln(P_0/S)+\Delta tk}{\sigma\Delta^{1/2}}+\frac{\sigma\Delta^{1/2}}{2};\quad d_2=d_1-\sigma\Delta^{1/2}$$

式中，左边的 $c(t)$ 是欧式看涨期权在到期日前 t 时刻的市场价格；$S(t)$ 相关资产（股票）在 t 时刻的市场价值、$N(d_1)$ 是股票的数量；$Xe^{-y_t(T-t)}$是到期日 T 那一时刻市场价格为 X 的无风险证券在 t 时刻的折现值；y_t 是无风险利率；$e^{-y_t(T-t)}$是无风险利率的折现因子，$N(d_2)$ 则是无风险证券的数量，$N(d_1)$ 和 $N(d_2)$ 是累积正态分布函数值，随着时间的变化而变化。

布莱克－斯科尔斯定价模型的期权函数式是：

$$c(t)=f(S(t),X,(T-t),y_t,\sigma) \tag{7·34}$$

其中第一和第四是可观察的市场因素，第二和第三是合约本身定义的，只有第五个因素 σ 需要对价格波动进行统计分析。

第七节　无套利均衡与风险中性定价

关于金融市场的均衡

市场的大系统中有商品服务市场、有劳动力市场、有资金借贷市场、有本章讲的资本市场，等等。商品服务市场有供给与需求的对比并从而形成商品服务的均衡价格，劳动力市场有供给与需求的对比并从而形成均衡工资率、资金借贷市场有供给与需求的对比并从而形成均衡利率，本章讲的资本市场上有种种金融工具，那么，这里的供需与均衡应该怎样理解和把握？

关于这个问题的一个重要视角、重要理论是：无套利均衡（no-arbitrage equilibrium）及其均衡价格（equilibrium price）定价模型。

本节只是作极其简略的介绍。

金融产品的可替代性

在上一章第一节讲了金融产品的特征，那是从五个方面讲的。较为简练的概括就是“三性”：流动性、风险性和收益性。如果用商品的使用价值类比，所有金融产品的“使用价值”更会集中于一点，即都是对未来收益的所有权、要求权、索偿权，都可视为各该产品未来的收入现金流——由流动性能、风险大小、收益高低等因素所决定的未来收入现金流。而取得未来现金流的能力也就是金融产品的“价值”所在。

林林总总的普通商品，使用价值各异，总的说来不具有置换性，只有在同类品种内的极其狭小范围之间有可能相互代替。而金融产品虽然也是林林总总、多种多样，却由于有着共同的单一“使用价值”，可以直接相互比较。所以，凡是可

以取得同等未来收入现金流的金融产品，它们就会被认为是等同的；那么彼此之间也就可以互相替代。可以相互替代的金融产品，也就应该认定有等量的价值。

复制与无套利均衡分析

精确一点地说，作为两个未来的收入现金流，只有在任何可能发生的场合，所发生的现金流量相等，则两个现金流所代表的两项金融产品就是完全等价的。

自然，要找出一对一的两种金融产品，未来的现金流完全等同，从而两者可以视为全然等价，几乎是不可能的。但只要引进资产组合，这种显得苛刻的要求则可以实现。那就是，在金融市场中选取一项金融产品，如果可以找到另外一些金融产品，按适当的比重把它们组合起来，得到的组合在未来任何情况下所产生的现金流都与选取的这项金融产品未来的现金流完全相同，则选取的这项金融产品与这组金融产品的组合就是完全等价的。也可以说，这组金融产品的组合成为选取的这项金融产品的复制品；而选取的这项金融产品就是这个组合的被复制品。

等价的被复制品与复制品，它们的价格应该相等。如果不相等，就会出现无风险的套利机会。当存在这样的机会时，可以对价格低者做多头（long position)，对价格高者做空头（short position)；多头买进与空头卖出的差价就是无风险地套取到的利润——相当于无风险收益率的收益。这样的操作之所以无风险，是因为多头与空头二者未来的现金流在任何情况下都完全相同：对空头承担的未来偿付现金流的责任完全可以用多头在未来获得的收入现金流来抵补；对多头承担的未来偿付现金流的责任则完全可以用空头在未来获得的收入现金流来抵补。

可举例说明：有某一种股票，对该种股票可以通过购入某一无风险资产并同时购买该股票远期合约的方式，实现对该股票的复制。假设无风险利率为5%。如以105元的远期价格买入该种股票1股的远期合约，同时以100元购入1年后到期、面值为105元国债，这就等同于现在以100元购入该种股票并予以持有。如表7—3所示，复制品和被复制品的即期和远期现金流完全一致；表中的S为1年后该股票的价格。

表7—3 复 制

(一)购入被复制的股票		
仓 位	即期现金流(元)	1年后现金流(元)
购买1股股票	-100	S

续前表

(二)用购买国债券和股票远期合约复制该股票的投资组合		
仓　位	即期现金流(元)	1年后现金流(元)
买入股票远期合约	0	$S-105$(平仓)
购买面值为105元的国债	$-105/(1+0.05)=-100$	105
复制投资组合	-100	S

如果其中某一资产的价格发生偏离，可以构建无风险套利头寸。例如，在上述其他条件不变的情况下，如果股票的价格为104元，就存在无风险套利的机会：可以（1）借入股票卖空，（2）买入该股票的远期合约，（3）以100元购入1年后到期、面值为105元国债，并从而实现4元的无风险套利收益——如表7—4所示，当期可以得到4元的净现金流入。1年后，国债投资资金回收，数额为105元，加上股票远期合约平仓收益或损失（$S-105$）元，两者之和，恰恰可以用于购买并归还借入的股票。

表7—4　　　　无风险套利

仓　位	即期现金流(元)	1年后现金流(元)
卖空1股股票	104	$-S$
买入股票远期合约	0	$S-105$
购买面值为105元的国债	$-105/(1+0.05)=-100$	105
总现金流	4	0

当然，理论上的论述，套利应是无风险的。但在实际运作中，因为市场存在摩擦，如需要交易费用，如交易有时间差等，不可能完全无风险。

套利机会的出现意味着复制品和被复制品任一方的市场价格或同时双方的市场价格处于失衡状态，套利力量将使价格复位；价格复位，套利机会也同时消失。因此，不存在套利机会的金融产品的市场价格意味着均衡价格。这样的分析思路称为无套利（机会的）均衡分析。

其中，复制技术是关键。

复制技术

现以著名的布莱克-斯科尔斯（Black-Scholes）期权定价公式为例来说明复制技术。我们已经知道，公式（7·33）中左边的 $c(t)$ 是欧式看涨期权在到期日前 t 时刻的市场价格，右边实际上是它的复制组合。$N(d_2)$ 前面的负号表示在这个复制组合中无风险证券是空头（即相当于以无风险利率借入现金）。

这个公式实际表明，作为相关资产的股票和无风险证券按一定比例的数量组

合起来，就能复制买权。而股票的数量和无风险证券的数量随着时间的变化不断地进行调整，才能保持住对买权的等价复制关系。这称之为“动态复制”（dynamic replication)。

等式成立，意味着左右两边直至到期日之际所产生的现金流在任何情况下都相同（我们已经知道，欧式期权在到期日前是不执行的)；等式两边一旦不相等，就意味着出现无风险套利的机会。所以，复制和无风险套利在这个意义上是紧密相联的。其实，所有的衍生品定价技术在本质上都是复制套利定价。

上面所述的被复制品是单个金融商品，复制品是一组金融商品。因为二者是完全等价的，所以前者可以看做后者的“组合”而后者就成为前者的“分解”。“组合”与“分解”技术是金融工程的核心技术，通过一定的技术手段对现有的金融商品加以组合和分解，可以创造出许许多多新型金融商品，这是金融工具创新的基本手段，其原理则是复制套利。

金融市场均衡的特点

通过套利，消除无风险套利机会，如此建立的均衡与一般商品及服务市场的供需均衡有其显著的特殊性。

金融基本的内涵是借贷，这蕴涵着金融市场具有“空头”的机制。通常说的“买空”是先买进商品，以后再抛售平仓。价格上涨就能获利，否则反之。通常说的“卖空”是先卖出商品，以后再补进平仓。价格下跌就能获利，否则反之。不论是买空还是卖空，之所以标之以“空”，是因为买时并未付出现款；卖时并未拿出现货。如果与借入现款来购买金融产品比较，“买空”是以负债的义务持有金融产品；如果与借入金融产品出售比较，“卖空”则是以负债义务持有应收权利。所以“空头”头寸（position）就意味着在平仓之前的负债金额。在这里，借贷和“做空——建立空头头寸”，在本质上是同一回事。而套利就是在借贷这个基础平台之上对买空与卖空的结合运作。

这就产生了套利均衡机制与一般商品、服务市场供需均衡机制之间的显著不同特点。

第一，是空头机制的作用。对于价格被低估的金融产品或复制组合，套利者将建立现金空头大量购入，从而产生巨大的需求；对于价格被高估的复制组合或金融产品，套利者将建立证券空头大量出售，从而产生巨大的供给。因为套利是无风险的，所以无论是现金空头还是证券空头的资本成本都很低，即只要求无风险回报率。这样，套利者将倾向于无限放大套利头寸。这就会产生巨大的供需压力，并使失衡的价格迅速复位。

第二，在于建立均衡过程中参与者的情况不同。在一般的商品和服务市场中，一旦价格失衡，众多的供给者和需求者都会采取行动，但每位供给者和需求者都只会少量地调整自己的供给量和需求量，市场将他们的调整集结起来，才会产生大的供需量的调整，从而推动价格复位。套利则不然，一旦发现套利机会，只需要少数套利者，在理论上说甚至只需要一位，就可以利用空头机制建立巨大的套利头寸来推动失衡的价格复位。因此，套利重建均衡的速度远高于一般商品与服务市场供需缺口的调整。

风险中性定价

套利使金融产品实现均衡价格，也即意味着市场价格复归于价值。无套利均衡分析的定价模型也是直接采用折现公式建立的。

第三节讨论了几种金融产品未来收入现金流的折现值公式。其中，股票折现值的公式（7·5）具有一般的意义。把公式（7·5）进一步一般化，可以是：

$$PV = \sum_{t=1}^{T} \frac{C_t}{(1+r)^t} \tag{7·35}$$

式中，PV 代表未来现金流的折现值；C_t 代表各时段 $t=1$，…，T（T 可以包括∞）的现金流；r 代表折现率。

在这个折现公式中，首先是 r 的值如何认定。

在资本资产定价模型中，核心在于选取与风险相匹配的贴现率 r。这构成第五节的内容。但无套利均衡分析认为，涉及风险补偿的折现率是难以找到的。比如，对于风险补偿，因人而异。理性的投资者被认为是风险规避即风险厌恶者，但各人厌恶风险的程度也还不一样。相比较而言，风险厌恶越甚即越保守的人，对于同样的风险所要求的风险补偿就会比较高；反之亦然。因为人们的风险偏好（厌恶）程度不同，从而不同的人所要求的风险补偿也不同，这就无法找到一个可以代入折现公式的统一的、共同的折现率。

于是设想，在一个假想的世界里，人们对风险普遍采取无所谓的态度，即他们在承担风险时，不管风险大小如何，都不要求风险补偿。同时，他们也不像赌徒那样为了追逐风险，宁可付出风险折扣。这样的人可称为风险中性（risk neutral）的人。理性的投资者被认为是风险厌恶（risk averse）的，赌徒被认为是风险偏好（risk preference）的，风险中性的人则正好严格地介于二者之间。由风险中性的人所构成的假想世界可称为风险中性的世界。

在这个假想的风险中性的世界里，因为人们风险偏好不同而无法确定一个统一折现率的难题不存在了；对于任何现金流，都可以统一地采用无风险利率——

既不含风险补偿也不含风险折扣的利率作为折现率。

再者，是对未来预期的收入现金流如何计算。无套利均衡分析认为，对未来可能发生的各种情况下的现金流的概率分布，在风险中性的世界里也会不同于真实世界的概率分布，而应是一个风险中性概率。

对于一个金融市场来说，风险中性概率是否存在？如果存在，是否惟一？如果存在而不惟一，会发生什么情况？又如何处理？论证的基本原理是：(1)存在风险中性概率的必要且充分条件是市场中不存在无风险套利机会。(2)风险中性概率是惟一的，其必要且充分条件是市场是动态完全的，而所谓"动态完全"是指市场中有足够多的金融商品可以充当构筑动态复制组合的零部件。(3)在实际的市场并非动态完全的条件下，可以创造出原来"缺失"的新的金融产品并从而补足市场的完全性。

这样，在假想的风险中性世界里的折现公式是：

$$PV = \sum_{t=1}^{T} \frac{E^*(C_t)}{(1 + r_{ft})^t} \tag{7·36}$$

式中，$E^*(C_t)$表示依风险中性概率计算的预期 t 时段的现金流平均值；r_{ft}，$t=1$、…，T 是各个时间段的无风险利率。

问题是，以这样的方式计算得到的假想世界里的现金流的价值拿回到真实世界里，是否就是该现金流所代表的金融产品的价值？或者说，是否就是无套利均衡价格？

逻辑的推理是：当套利机会出现时，因为它给予人们无风险套取利润的机会，所以不管发现套利机会的人的风险偏好如何，都会采取套利行动。这就是说，套利活动与人的风险偏好(厌恶)是无关的；消除套利机会后的均衡价位也应是与人的风险偏好(厌恶)无关的。既然可以认为无套利均衡价格就应该是现金流的折现值，在假想的风险中性的世界里得到的折现值，在真实世界里也就应该依然有效。

根据以上思路来计算均衡价格，被称为风险中性定价（risk-neutral pricing)。在实践中，对于这一定价技术所依据的原理做了更简明的归纳：

(1) 所有证券的预期收益率均为无风险利率；

(2) 无风险利率是任何预期的未来现金流最为适当的折现率。

风险中性定价在国外大型投资银行的新产品创新中经常使用。

[复习思考题]

1. 种种金融工具的交易，几乎都不按票面值进行，为什么？你是否知道钞

票也有不按票面计价的情况？

2. 尤金·费马的市场效率假说，其基本思路是什么？运用这一假说时，你认为应该注意什么问题。

3. 下面哪种证券具有较高的实际年利率？

（1）票面金额为 100 000 元，售价为 97 645 元的 3 个月期限的国库券。

（2）售价为票面金额，每半年付息一次，息票率为 10% 的债券。

4. 某公司发行 5 年到期的债券，票面面额为 1 000 元，售价为 960 元，年息票率为 7%，半年付息一次。试计算：

（1）当期收益率。

（2）到期收益率。

（3）持有 3 年后，将该债券以 992 元的价格出售，则该投资者的实际收益率为多少？

5. 对于金融资产——无论是原生工具还是衍生工具——的评估，都提到“内在价值”这个概念。这个概念的本质内涵是什么？

6. 如何理解金融资产的收益与风险的对称原则？试通过对一些金融工具特征的简要分析，来表达你对这一问题的理解。

7. 对于金融资产的风险大小和收益高低，人们早就凭借经验进行估计，并懂得对资产进行“选择”和“组合”。为什么说只有当对风险的科学度量成为可能，才有资产组合理论和资产定价模型理论的发展？

8. 在金融衍生工具中，“期权”最具特色。我国的金融市场，今天尚无期权交易。但期权的概念却屡见报端，如“经理期权”等等。学过本章之后，你能不能用通俗的语言来说明期权的特征？

9. 也许你过去听到过期权定价模型获得了诺贝尔经济学奖。对于这个定价模型的贡献，人们是怎样估价的？

10. 有人说，金融市场的均衡就是由无套利均衡体现的。你对这样的论断是怎样领会的？

11. 风险客观存在，但却可以推导出风险中性定价。对于推导的基本思路，你能理解到怎样的程度？

第八章

金融中介概述

第一节　金融中介及其包括的范围

金融中介、金融中介机构、金融机构

从事各种金融活动的组织，林林总总，统称为金融中介、金融中介机构（financial intermediary; financial intermediation）。也常常称金融机构（financial institution）。

金融中介包括的范围极广。在间接融资领域中，与资金余缺双方进行金融交易的金融中介有各种类型的银行；在直接融资领域中，为筹资者和投资者双方牵线搭桥，提供策划、咨询、承销、经纪服务的金融中介，有投资银行、证券公司、证券经纪人、金融市场上的各种基金以及证券交易所；与它们并存的另一大类是各种保险事业；从事信托、金融租赁、土地和房地产金融活动的，在金融中介系统中也都是重要环节。

“中介”这个用语，在金融领域，常常是指信用关系中借者（borrower）与贷者（lender）之间的中介：从贷

者那里借入，再向借者那里贷出。中介有时就是用以指银行。现在，这样的用法依然相当普遍。但在国际组织和国外金融理论研究中，金融中介这个术语则常作如上的广义运用。本教材，在把金融中介作为一个整体讲述时，是采用广义的解释。此外，由于习惯等原因，"中介机构"可能有所专指。我国，日常生活中讲中介机构，常常是指会计师事务所、资信评估事务所之类的中介服务组织。不同习惯用法的区别，对于基本原理的探讨来说，无实质意义，不在我们讨论的范围之内。

在当前世界市场经济生活中，所有的金融中介构成一个极其庞大、极其多样性的大系统。要想明确哪些产业应该划入金融中介的领域，以及在这一领域内如何有条理地分门别类，是非常不容易的事情。下面介绍联合国等机构对金融中介进行统一分类的方案。

联合国统计署和SNA的分类

联合国统计署统计分类处制定有国际标准产业分类法（ISIC)。

其中，按经济活动类型的分类，把现今世界上的经济活动分成17个大类。Financial Intermediation，即金融中介，是其中的一大类，包括的内容是：

（1）不包含保险和养老基金的金融中介活动。

1）货币中介（monetary intermediation)。

——中央银行的活动。

——其他货币中介，主要是指存款货币银行性质的活动。

2）其他金融中介。

——金融租赁活动。

——其他提供信用的活动，主要指类如农业信贷、进出口信贷、消费信贷等专业信贷的活动。

——其他金融中介活动。

（2）保险和养老基金——不包括强制性社会保障。

1）生命保险活动。

2）养老基金活动。

3）非生命保险活动。

（3）辅助金融中介的活动。

1）金融市场组织，如证券交易所的活动。

2）证券交易活动，这包括投资银行、投资基金之类的活动。

3）与金融中介有关的其他辅助活动。

除按经济活动类型的分类外，还有按中心产品的分类，共分9大类。金融产品属于服务性质的产品。“金融中介、保险及辅助服务”包括的内容是：

（1）金融中介服务——不包括投资银行服务、保险和养老基金服务。

——中央银行服务。

——存款、贷款服务。

——中间业务的服务。

——金融租赁，等等。

（2）投资银行服务。

——投资银行服务。

——证券买卖服务。

——证券承销、包销服务，等等。

（3）保险和养老基金服务——不包括强制性社会保障。

——生命保险和养老基金服务。

——意外伤害和健康保险服务。

——非生命保险服务，等等。

（4）再保险服务。

（5）金融中介辅助服务。

——与投资银行有关的服务，如合并与收购服务、公司理财和风险投资服务。

——经纪服务、证券交易的处理和结算服务。

——金融资产管理、信托、委托服务。

——与金融市场有关的营运服务和管理服务。

（6）保险和养老基金辅助服务，等等。

国民核算体系SNA对金融业进行了按机构的分类。这种分类，是从交易主体或资金收支角度作为识别不同金融机构的划分标准。具体划分是：（1）中央银行；（2）其他存款公司；（3）不是通过吸纳存款的方式而是通过在金融市场上筹集资金并利用这些资金获取金融资产的其他金融中介机构，如投资公司、金融租赁公司，以及消费信贷公司等；（4）金融辅助机构，如证券经纪人、贷款经纪人、债券发行公司、保险经纪公司以及经营各种套期保值的衍生工具的公司等；（5）保险公司和养老基金。

用于满足统计需要的分类是极其精细的。这里的介绍，只不过是提供从不同视角观察一个复杂大系统所形成的不同的分类和描述，并希望从中给出一个轮廓印象。同时也可据以理解：在种种教材和著述中，对金融中介机构体系的介绍不

尽相同是完全不足为怪的。

金融服务业与一般产业的异同

金融中介，其经济活动的中心产品是金融服务，也常常称之为金融服务业。与其他产业比较，特点极为明显。

(1) 在它们的资产负债表中，金融资产与实物资产相比，具有其他产业不能比拟的极高比率。

(2) 它们所分别支配、营运的资本规模，与各自的权益资本 (equity capital) 相比，比率高达十几倍，几十倍，甚至更高，并不罕见。平均说来，在其他产业中通常达不到这样高的比率。

(3) 它们均属高风险产业。金融资产极高的持有率，权益资本极低的保有率，决定了高风险的特点。而且相互之间的联系极为紧密，一个环节的震荡，有可能立即扩及其他并导致金融领域的一部乃至整体的震荡，进而影响经济生活的全局。

(4) 鉴于这样的特点，对金融中介中的关键部分，特别是指大银行，一直存在着必须实施国有化的理论。在实践中，国有化的方针也曾以相当广阔的声势推行。虽然随后的银行非国有化也有极大的声势，但银行国有，在一些国家，依然是客观的现实。同时，不论是国有还是非国有，金融中介通常都是处于政府的严格监管之下。

(5) 金融中介，作为一种产业，虽然与所有其他产业部门有极为明显的区别，但明显的特点并不否定它们之间的共性。金融产业，其经济活动的目标，不能不与其他产业一样——追求利润。国有化的目的之一就是消除利润目标，或使之退居次位。但利润目标对保证经营效率有决定性的意义；降低乃至取消利润目标，也就同时削弱了保证经营效率的动力和机制。

第二节　西方国家的金融中介体系

西方国家金融中介体系的构成

适应高度发达的市场经济的要求，西方国家都各有一个规模庞大的金融中介体系。对其种类繁多、形式各异的金融中介机构。如果采用上面国际组织的严格分类法介绍，过于繁杂。如果要求概略、简明，可粗略地概括为众多银行——存款货币银行——与非银行金融机构并存的格局。其中，银行机构居支配地位。

关于银行机构，西方各国的具体设置形式不尽相同，甚至对同类性质的银行也有不同的称谓。同时，与银行——存款货币银行——迥然有别的金融中介，如投资银行，也以“银行”为名。这是需要注意的。就全部银行机构的组成来看，大体可分为中央银行和存款货币银行这两个构成部分。有些不以银行为名但经营性质类似存款货币银行的也归入存款货币银行一类。

至于非银行金融机构，也称为其他金融机构，其构成极为庞杂。比如，保险公司、投资公司、基金组织、消费信贷机构、金融公司、租赁公司等都包括在内。证券交易所也可归属于这一类。

就传统来看，银行这类金融机构，主要从事存款、放款、汇兑业务的经营，从不少西方国家的商业银行、存款银行以及某些专业银行的业务活动中即可看出这种典型的特征。至于大多数非银行金融机构，多不经营存款业务。对不同金融机构的业务经营所施加的限制性管理方针各国是不同的。在德国、瑞士等实行全面经营型银行制度的国家，几乎无所限制，银行可以经营包括存贷业务和证券业务在内的各种金融业务；而美国、英国、日本等国，在20世纪末之前，则长期是以一般银行业务与非银行业务，特别是与证券业务分离为特点。近年来，在竞争日趋激烈的背景下，使各种金融机构的业务不断交叉、重叠，金融机构分业经营的模式被不断打破。这就使得原有各种金融机构的差异日趋缩小，相互间的界限越来越模糊。就世界范围来说，从分业经营向混业经营的转化已跨过决定性的一步。

下面对一些重要环节分别作简单介绍。其中的重要环节——投资基金和养老基金等，在第六章第五节已有较详细的讲述，本节从略。

中央银行

中央银行（central bank），习惯也称货币当局（monetary authority）。

多数国家只有一家中央银行，但中央银行的组织形式可有不同；个别国家，如美国，设有12家联邦储备银行，都起中央银行作用。中央银行是一国金融中介机构体系的中心环节，处于特殊的地位，具有对全国金融活动进行宏观调控的特殊功能。有些国家共有一家中央银行，如欧洲中央银行目前就是欧洲12国共同拥有的中央银行。具体内容，将在中央银行一章作详细介绍。

存款货币银行

存款货币银行（deposit money bank）习惯上称为商业银行（commercial bank），也有称存款银行、普通银行的，是西方各国金融中介机构体系中的骨干

力量。它们以经营工商业存、放款为主要业务，并为顾客提供多种服务。其中，通过办理转账结算实现着国民经济中的绝大部分货币周转，同时起着创造存款货币的作用。

存款货币银行在西方国家银行体系中，以其机构数量多，业务渗透面广和资产总额比重大，始终居于其他金融机构所不能代替的重要地位。具体内容，将在存款货币银行一章进行全面的讨论。

政策性银行

政策性银行（policy banks）一般是由政府设立，以贯彻国家产业政策、区域发展政策等等为目标的金融机构。盈利目标居次要地位。政策性银行主要依靠财政拨款、发行政策性金融债券等方式获得资金，而且各自有特定的服务领域，不与商业银行竞争。政策性银行一般不普遍设立分支机构，其业务通常由商业银行代理。

投资银行

投资银行（investment bank）是专门对工商企业办理各项有关投资业务的银行。投资银行的名称，通用于欧洲大陆及美国等工业化国家，在英国称为商人银行（merchant bank），在日本则称证券公司。此外，与这种银行性质相同的还有其他各种各样的形式和名称，如长期信贷银行、开发银行、实业银行、金融公司、持股公司、投资公司等。

投资银行与商业银行不同，其资金来源主要依靠发行自己的股票和债券来筹集。即便有些国家的投资银行被允许接受存款，也主要是定期存款。此外，它们也从其他银行取得贷款。但都不构成其资金来源的主要部分。

投资银行的业务主要有：对工商企业的股票、债券进行直接投资；为工商企业代办发行或包销股票与债券、参与企业的创建、改组、收购、并购活动；包销本国政府和外国政府的公债券；提供有关投资方面的咨询服务。有些投资银行也兼营黄金、外汇买卖及资本设备或耐用商品的租赁业务，等等。

金融公司

金融公司（financial company）在西方国家是一类极其重要的金融机构。但其从事的业务活动与我国的财务公司（英文译名也是 financial company）有很大的不同。我国的财务公司是由大经济集团组建并主要从事集体内部融资。而西方金融公司，其资金的筹集主要靠在货币市场上发行商业票据、在资本市场上发行

股票、债券；也从银行借款，但比重很小。汇聚的资金是用于贷放给购买耐用消费品、修缮房屋的消费者以及小企业。一些金融公司由其母公司组建，目的是帮助推销自己的产品。比如，福特汽车公司组建的福特汽车信贷公司就是向购买福特汽车的消费者提供消费信贷。

储蓄银行

储蓄银行（savings bank）是指办理居民储蓄并以吸收储蓄存款为主要资金来源的银行。与我国几乎所有的金融机构均经营储蓄业务的情况不同，在西方不少国家，储蓄银行大多是专门的、独立的。对储蓄银行也大多有专门的管理法令。其主要内容：一方面是旨在保护小额储蓄人的利益；另一方面则是规定它们所聚集的大量资金应该投向何处。

储蓄银行的具体名称，各国有所差异，有的甚至不以银行相称。往往外文中并无“银行”字样而在我们的翻译习惯中加上了这两个字。不论名称如何，功能基本相同。比如有互助储蓄银行、储蓄贷款协会、国民储蓄银行、信托储蓄银行、信贷协会等名称，在美国则有 Thrift Institution，直译则是“节俭机构”。不少国家的邮政系统都办理储蓄业务；有的从居民住宅的角度发展起建房储蓄银行等。

西方国家的储蓄银行既有私营的，也有公营的，有的国家绝大部分储蓄银行都是公营的。

储蓄银行所汇集起来的储蓄存款余额较为稳定，所以主要用于长期投资。如发放不动产抵押贷款（主要是住房贷款）；投资于政府公债、公司股票及债券；对市政机构发放贷款等。有些国家明文规定必须投资于政府公债的比例。储蓄银行的业务活动受到较严格的约束，如不得经营支票存款，不得经营一般工商贷款等。近些年来已有所突破，有些储蓄银行已经经营过去只有商业银行才能经营的许多业务。

农业银行

农业银行并不是一个通用的专门名称，它是泛指向农业提供信贷的一类银行。农业受自然因素影响大，对资金的需求有强烈的季节性；农村地域广阔，农户分散，资本需求数额小、期限长；融资者的利息负担能力低；抵押品大多无法集中，管理困难，有不少贷款只能凭个人信誉。这些都决定了经营农业信贷具有风险大、期限长、收益低等特点。因此，商业银行和其他金融机构一般都不愿承做这方面的业务。为此，西方许多国家专设了以支持农业发展为主要职责的银

行。如美国的联邦土地银行、合作银行；法国的土地信贷银行、农业信贷银行；德国的农业抵押银行；日本的农林渔业金融公库等。

农业银行的资金来源，有的完全由政府拨款，有的则靠发行各种债券或股票，也有以吸收客户的存款和储蓄来筹措资金的。农业银行贷款方向一般几乎涵盖农业生产方面的一切资金需要，从土地购买、租借，建造建筑物，到农业机器设备、化肥、种子、农药的购买等，无所不包。有的国家对农业银行的某些贷款给予利息补贴、税收优待等。

近年来，不少农业银行的业务范围逐渐超出单纯农业信贷业务的界限。有些国家已准许农业银行办理商业银行业务。

抵押银行

不动产抵押银行（mortgage bank），是专门经营以土地、房屋及其他不动产为抵押的长期贷款的专业银行。它们的资金主要不是靠吸收存款，而是靠发行不动产抵押证券来筹集。贷款业务大体可分为两类：一类是以土地为抵押的长期贷款，贷款对象主要是土地所有者或购买土地的农业资本家；另一类是以城市不动产为抵押的长期贷款，贷款对象主要是房屋所有者或经营建筑业的资本家。法国的房地产信贷银行、德国的私人抵押银行和公营抵押银行等，均属此类。此外，这类银行也收受股票、债券和黄金等作为贷款的抵押品。

事实上，商业银行正大量涉足不动产抵押贷款业务。不少抵押银行除经营抵押放款业务外，也经营一般信贷业务。这种兼营、融合发展呈加强、加速之势。

信用合作社

信用合作社（credit cooperative, credit union）是在西方国家普遍存在的一种互助合作性的金融组织。有农村农民的信用合作社，有城市手工业者等特定范围成员的信用合作社。这类金融机构一般规模不大。它们的资金来源于合作社成员缴纳的股金和吸收存款；贷款主要用于解决其成员的资金需要。起初，信用合作社主要发放短期生产贷款和消费贷款；现在，一些资金充裕的信用合作社已开始为解决生产设备更新、改进技术等提供中、长期贷款，并逐步采取了以不动产或有价证券为抵押的贷款方式。

保险公司

西方国家的保险业（insurance industry）十分发达，各类保险公司是各国最重要的非银行类金融机构。在西方国家，几乎是无人不保险、无物不保险、无事

不保险。为此，西方各国按照保险种类分别建有形式多样的保险公司，如财产保险公司、人寿保险公司、火灾及意外伤害保险公司、信贷保险公司、存款保险公司，等等。其中，普遍地又以人寿保险公司的规模为最大。人寿保险公司兼有储蓄银行的性质。这是因为人寿保险金就像流向储蓄机构的储蓄一样成为人寿保险公司的资金来源。人寿保险单的所有者拥有的实际上是一项固定面值的潜在资产，所以也可以说，人寿保险公司是一种特殊形式的储蓄机构。

由于保险公司获得的保费收入经常远远超过它的保费支付，因而聚集起大量的货币资本。这些货币资本比银行存款往往更为稳定，是西方国家金融体系长期资本的重要来源。保险公司的资金运用业务，主要是长期证券投资，如投资于公司债券和股票、市政债券、政府公债，以及发放不动产抵押贷款、保单贷款等。

西方国家保险公司的组织形式有：(1) 国营保险公司，它们往往主要办理国家强制保险或某些特殊保险；(2) 私营保险公司，它们一般是以股份公司的形式出现，也是西方国家中保险业务经营的主要组织形式；(3) 合作保险，是社会上需要保险的人或单位采取合作组织形式，来满足其成员对保险保障的要求，如相互保险公司，就是保险人办理相互保险的合作组织；(4) 个人保险公司，即以个人名义承保业务，目前只有英国盛行；(5)自保保险公司，这是一些大企业或托拉斯组织，为了节省保费，避免税赋负担，成立专为本系统服务的保险公司，等等。

发展中国家金融中介体系的特点

就绝大多数发展中国家来看，经济的货币化程度较低，甚至有的极低，自然经济比重较大或很大。经济发展水平决定金融发展状况。由于发展中国家各自的经济发展水平处于不同阶段，因此，它们的金融体系也存在比较发达与不发达的区别。但从绝大多数发展中国家看，还是呈现许多共同的、类似的特点。主要表现在：

(1) 绝大多数发展中国家既有现代型的金融中介机构，又有传统的非现代型的金融中介机构。前者如各类银行，但大都集中于大城市；后者如小规模钱庄、放债公司、当铺之类，普遍存在于小市镇、农村地区。

(2) 现代型的金融中介机构体系普遍沿袭了中央银行模式。金融中介结构一般较为单一，主要包括中央银行、商业银行、专业银行和为数不多的非银行金融组织，在许多发展中国家，多数现代型金融中介为国营的，或国家资本参与的。

(3) 多数发展中国家为了支持经济较快地发展，普遍对利率和汇率实行管制

和干预；对于金融中介机构，政府则经常通过行政指挥手段操纵它们的业务活动。在支持经济发展方面虽也取得一定成绩，但同时往往又都带来金融中介体系效率低下的负效应。

近些年来，发展中国家的金融中介体系先后出现新的发展趋势，如对国有化银行实行非国有化，改进和健全金融中介的经营管理，以及放松政府管制等。有些地区、一些发展中国家建立区域化银行以利于开展对外业务。

跨国金融中介

随着跨国企业和国际投资的发展，银行及其他金融中介也逐步向海外扩张，在世界范围内设立分支机构和附属机构，并进行广泛的国际金融活动。这些跨国银行（multinational bank）及其他金融中介具有全球战略目标，资金实力雄厚，国际网络庞大、业务范围广泛。

早在14世纪后期，总部设在意大利佛罗伦萨的梅迪西银行（Medici Bank）就曾经在西欧各大城市设立分支机构，主要业务是向当时的贵族或神职人员进行抵押贷款，为封建主筹措军费。但是它还不是具有现代意义上的跨国银行。典型的跨国银行是随着资本主义的发展而发展起来的。最初这些跨国银行主要是宗主国在殖民地设立的分支机构，所以又有殖民银行之称。随着资本主义的发展，一些后起的资本主义国家的银行也开始在海外设立分支机构。早期跨国银行的业务比较简单，主要从事进出口贸易的融资、结算等。第二次世界大战以后，跨国银行的发展显示出一定的阶段性。第一阶段是跨国银行的起步阶段，此时它们的主要业务还在国内，同时专门设立国外业务部，为本国的跨国公司对外贸易和对外投资提供贷款，并参与外汇交易。第二阶段是跨国银行开始在国外设立分支机构，并参加辛迪加贷款。第三阶段是实现多国化的阶段：跨国银行在国外的分支机构逐渐增多，业务范围进一步拓宽，跨国公司和其他国家的政府、企业成为其主要的顾客。第四阶段是实现全球化的阶段。跨国银行在国外设立众多的分支机构，并形成一个庞大的网络体系。当然，不同国家的跨国银行发展情况不同，所处的发展阶段也不尽相同。目前，西方跨国银行在国外分支机构的形式多种多样，包括代表处（representative office）、经理处（agency）、分行（branch）、子银行（subsidiary）、联营银行（affiliate）、国际财团银行（consortium bank）等。

当然，不只是商业银行实施国际性战略，大投资银行、大保险公司，乃至辅助中介单位，如会计师事务所之类，也都全力着眼于全球性的发展，并也同样形成了超国界的网络体系。

当前西方金融业的购并浪潮

20世纪90年代以来，国际金融业出现重组浪潮，收购、兼并活动频繁。在国际银行业竞争日趋激烈的情况下，追求规模经营效益、追求混业经营效益，成为几乎所有西方国家金融业关注的焦点。而各国金融管制的普遍放松，也为大规模的金融业购并提供了可能。从20世纪90年代下半期愈演愈烈的并购浪潮呈现出如下几方面的特点：

（1）同行业并购与跨行业并购并存。大商业银行相互之间的并购在这次浪潮中占显赫地位。如日本，在这期间有东京银行与三菱银行的合并，兴业银行、第一劝业银行和富士银行的合并，住友银行与樱花银行的合并，三和、东海、旭日三家银行的合并；在美国，有化学银行和美国大通曼哈顿银行的合并，有美国花旗银行并购墨西哥第二大金融机构墨西哥国民银行；在欧洲，最大的银行德意志银行和德国第三大银行德累斯顿银行宣布合并，虽然最后没有成功。

更具特点的是，银行业、证券业和保险业三业的并购。如美国花旗银行同旅行者公司的兼并，合并后集团的业务范围包含商业银行、投资银行和保险业，成为全球第一家业务范围涵盖最广的国际金融集团。美国大通曼哈顿银行与摩根银行合并组成摩根大通银行，也是商业银行与投资银行合并的典型事例。在跨行业并购中，主导者往往是大商业银行。但也有相反的例子。如德国最大的保险公司——安联保险，则是以主导者身份与德国第三大银行——德累斯顿银行合并，组成全球第四大金融集团，从事保险、银行、证券、基金等业务。

（2）并购规模和金额巨大，金额均在百亿、数百亿美元以上，而且大多是强强联合。合并后则成为典型的金融“巨无霸”。比如，日本东京银行与三菱银行是以338亿美元的交易额实现合并，合并后的资产规模高达7 200亿美元；兴业银行、第一劝业银行和富士银行合并组成的银行集团总资产规模达140多万亿日元；住友银行与樱花银行合并后的总资产达9 350亿美元；三和、东海、旭日三家银行合并后的总资产达106.9万亿日元。在美国，花旗银行与旅行者集团的购并金额为700亿美元，国民银行公司和美洲银行公司的购并金额为600亿美元，第一银行公司和芝加哥第一公司的购并金额为300亿美元，合并后的资产总额，分别达3 109亿美元、5 700亿美元、2 400亿美元；花旗银行并购墨西哥国民银行，并购金额为125亿美元；而大通曼哈顿银行与摩根银行合并组成的摩根大通银行，资产则达6 600亿美元，等等。

在全球范围内，兼并的结果表现为大多数国家的少数几家金融巨无霸垄断了主要的市场份额，保持和加强了在全球竞争中的实力与地位。

对于当前的金融中介合并浪潮，持赞同态度者认为，合并能扩大规模、优势

互补，有利于开拓业务领域和品种，降低经营费用，提高盈利能力，增强国际竞争和抗拒风险的能力。反对或怀疑者认为规模过大会导致缺乏灵活性；容易刺激向风险更高的领域扩展；而垄断的加强，竞争的减少，不但不会降低费用，还可能损害经营效率并进而提高银行费用，同时也会缩小消费者的选择余地。

第三节　我国金融中介体系

体系的构成

经过 20 多年的改革开放，我国目前形成了以中国人民银行为领导，国有独资商业银行为主体，多种金融机构并存，分工协作的金融中介机构体系格局。随着改革开放的深入发展，这一格局将持续向现代化的方向演进。

具体构成是：中央银行；政策性银行；国有独资商业银行；其他商业银行；投资银行；农村和城市信用合作社；其他非银行金融机构；保险公司；在华外资金融机构。

中国人民银行

作为我国中央银行的中国人民银行（People's Bank of China），是在国务院领导下制定和实施货币政策并对金融业实施监督管理的国家机关。它具有世界各国中央银行的一般特征：通货发行的银行、银行的银行和政府的银行。《中华人民共和国中国人民银行法》规定其具体职责是：（1）依法制定和执行货币政策；（2）发行人民币，管理人民币流通；（3）按照规定审批、监督管理金融机构；（4）按照规定监督管理金融市场；（5）发布有关金融监督管理和业务的命令和规章；（6）持有、管理、经营国家外汇储备、黄金储备；（7）经理国库；（8）维护支付、清算系统的正常运行；（9）负责金融业的统计、调查、分析和预测；（10）作为国家的中央银行，从事有关的国际金融活动；（11）国务院规定的其他职责。

中国人民银行的分支机构根据履行职责的需要而设立。作为派出机构，它们根据中国人民银行的授权，负责其辖区内的金融监督管理，承办有关业务。

需要提及的是，由于目前我国实行金融分业管理体制，所以除中国人民银行外，承担金融监督管理业务的机构还有中国证券监督管理委员会和中国保险监督管理委员会。按分工，这两个委员会分别履行中国证券业和保险业的监督管理职责。2000 年 9 月，为加强协调监管和信息沟通，增强监管合力，提高效率，促进金融业的稳健发展，人民银行、证监会、保监会决定建立三方监管联席会议制

度，通过不定期召开会议形式协调有关监管政策。

政策性银行

政策性银行（policy banks）是由政府投资设立的、根据政府的决策和意向专门从事政策性金融业务的银行。它们的活动不以营利为目的，并且根据具体分工的不同，服务于特定的领域，所以也有政策性专业银行之称。

1994 年以前，我国没有专门的政策性金融机构。国家的政策性金融业务，分别由四家国有独资商业银行承担。1994 年，适应经济发展需要以及使政策性金融与商业性金融相分离的原则，相继建立了国家开发银行、中国进出口银行和中国农业发展银行三家政策性银行。

国家开发银行，其主要任务是：按照国家法律、法规和方针、政策，筹集和引导境内外资金，向国家基础设施、基础产业和支柱产业的大中型基本建设和技术改造等政策项目及其配套工程发放贷款，从资金来源上对固定资产投资总量进行控制和调节，优化投资结构，提高投资效率。其业务范围主要包括：（1）管理和运用国家核拨的预算内经营性建设基金和贴息资金；（2）向国内金融机构发行金融债券和向社会发行财政担保建设债券；（3）办理有关的外国政府和国际金融机构贷款的转贷，经国家批准在国外发行债券，根据国家利用外资计划筹借国际商业贷款等；（4）向国家基础设施、基础产业和支柱产业的大中型基建和技改等政策性项目及其配套工程发放政策性贷款；（5）办理建设项目贷款条件评审、咨询和担保等业务，为重点建设项目物色国内外合资伙伴、提供投资机会和投资信息。

中国进出口银行，其主要任务是：执行国家产业政策和外贸政策，为扩大机电产品和成套设备等资本性货物出口提供政策性金融支持。其经办的主要业务包括：（1）办理与机电产品和成套设备有关的出口信贷业务；（2）办理与机电产品和成套设备有关的政府贷款、混合贷款、出口信贷的转贷、国际银行间及银团贷款业务；（3）办理短期、中长期出口信用保险，进出口保险，出口信贷担保，国际保理等业务；（4）经国家批准，在境外发行金融债券；（5）办理与本行承担的各类贷款、担保、对外经济技术合作等项目的评审，为境内外客户提供有关本行筹资、信贷、担保、保险、保理等业务的咨询服务。

中国农业发展银行，其主要任务是：按照国家的法律、法规和方针、政策，以国家信用为基础，筹集农业政策性信贷资金，承担国家规定的农业政策性金融业务，代理财政性支农资金的拨付，为农业和农村经济发展服务。其主要业务范围是：（1）办理粮、棉、油等主要农副产品的国家专项储备贷款；（2）办理粮、

棉、油等主要农副产品的收购、调销、加工贷款；(3) 办理国务院确定的扶贫和农业综合开发贷款；(4) 办理国家确定的小型农、林、牧、水利基本建设和技术改造贷款；(5) 办理业务范围内开户企事业单位的存款和结算；(6) 发行金融债券；(7) 办理境外筹资。

以上三家政策性银行在从事业务活动中，均贯彻不与商业性金融机构竞争、自主经营与保本微利的基本原则。其资金来源主要有三个渠道：一是财政拨付，二是由原来的各专业银行划出的资本金，三是发行金融债券。贷款拨付等业务的具体经办，国家开发银行、中国进出口银行主要委托国有商业银行为其代理，一般不再设经营性分支机构。中国农业发展银行的业务则是以自营为主、代理为辅。所以在各省、自治区、直辖市设立分行，在计划单列市和农业大省的地（市）设立分行的派出机构，在农业政策性金融业务量大的县（市）设立支行。到 2000 年末，三家政策性银行合计发放的政策性贷款占该年全国金融业贷款总量的 13.6%。

国有商业银行

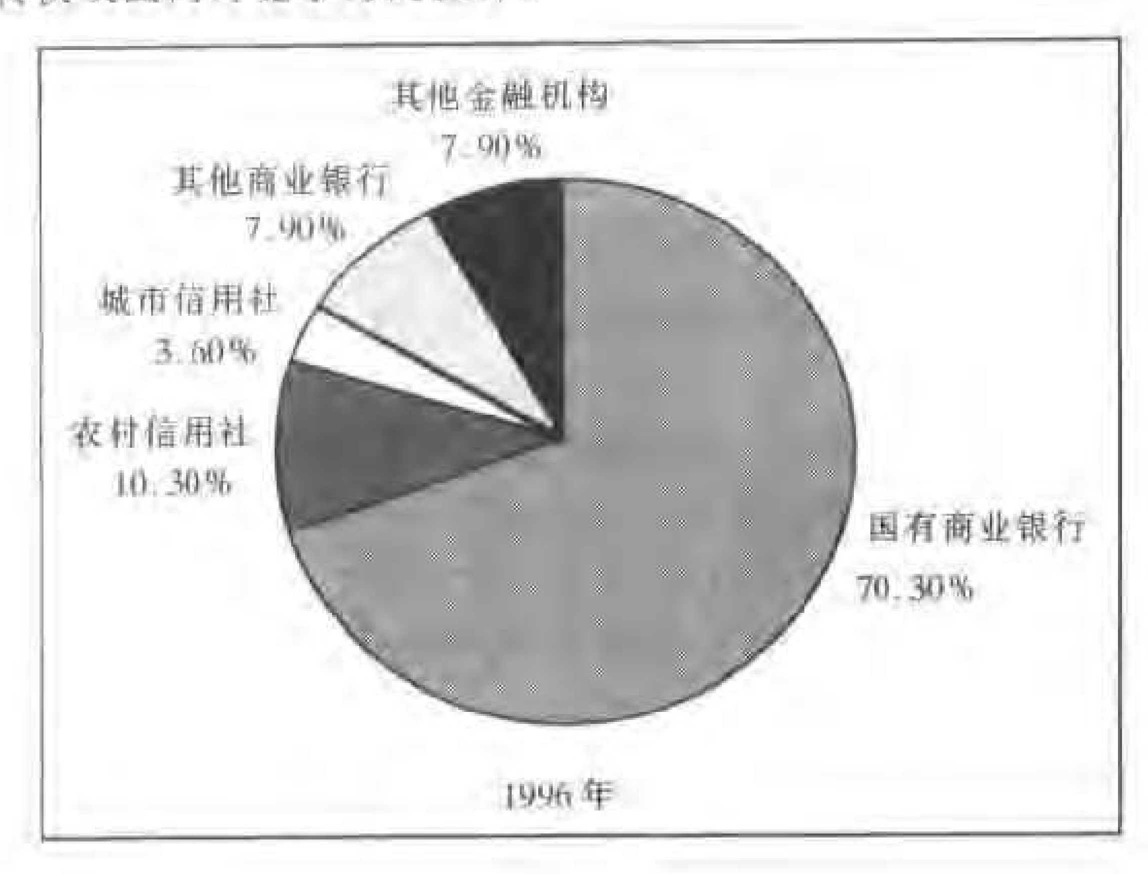
处于我国金融中介体系中主体地位的是四家国有商业银行（state-owned commercial banks）：中国工商银行、中国农业银行、中国银行和中国建设银行。为了强调它们的完全的国有性质，也常称呼它们为国有独资商业银行。它们的前身就是政策性银行组建前的国家四大专业银行。国有独资商业银行的主体地位是在其作为专业银行时期就奠定了的。目前，国有独资商业银行无论在人员和机构网点数量上，还是在资产规模及市场占有份额上，在我国整个金融领域中均处于举足轻重的地位，在世界上的大银行排序中也处于较前列的位置。

国有独资商业银行是从计划体制下的统一的一家银行体系演化而来的。垄断经营、机构臃肿、人员过多，阻碍着效率的提高。正是从此点考虑出发，近年来，国有商业银行已撤并了大部的业务量过小和长期亏损的营业网点，以实现减员增效。这一改革目前仍在进行之中。从实际效果看，四家国有独资商业银行的运营机制有所改进，内部管理正在加强，效益也在逐步提高。

就资产规模来说，国有独资商业银行的绝对优势是毋庸置疑的。但近年来，比例有下降趋势。图 8—1 显示，1996 年，国有独资商业银行所支配的资产，在金融机构的总资产中所占比例是 70.3%，2002 年一季度末这一比例为 66.2%。

这是广开融资渠道，打破垄断、引进竞争、深化改革的结果。当然，在今后一个相当长的时期内，国有独资商业银行居于金融领域举足轻重地位的这一基本格局不会改变。

伴随金融的进一步改革，在建立与完善我国现代商业银行体系中的一项重要内容就是国有独资商业银行的改造。关于改革的途径，当前占主流的见解是：使之成为国有控股的股份制商业银行，并在条件成熟时促其上市，以有利于它们经营机制的转换及国内外竞争力的提升。



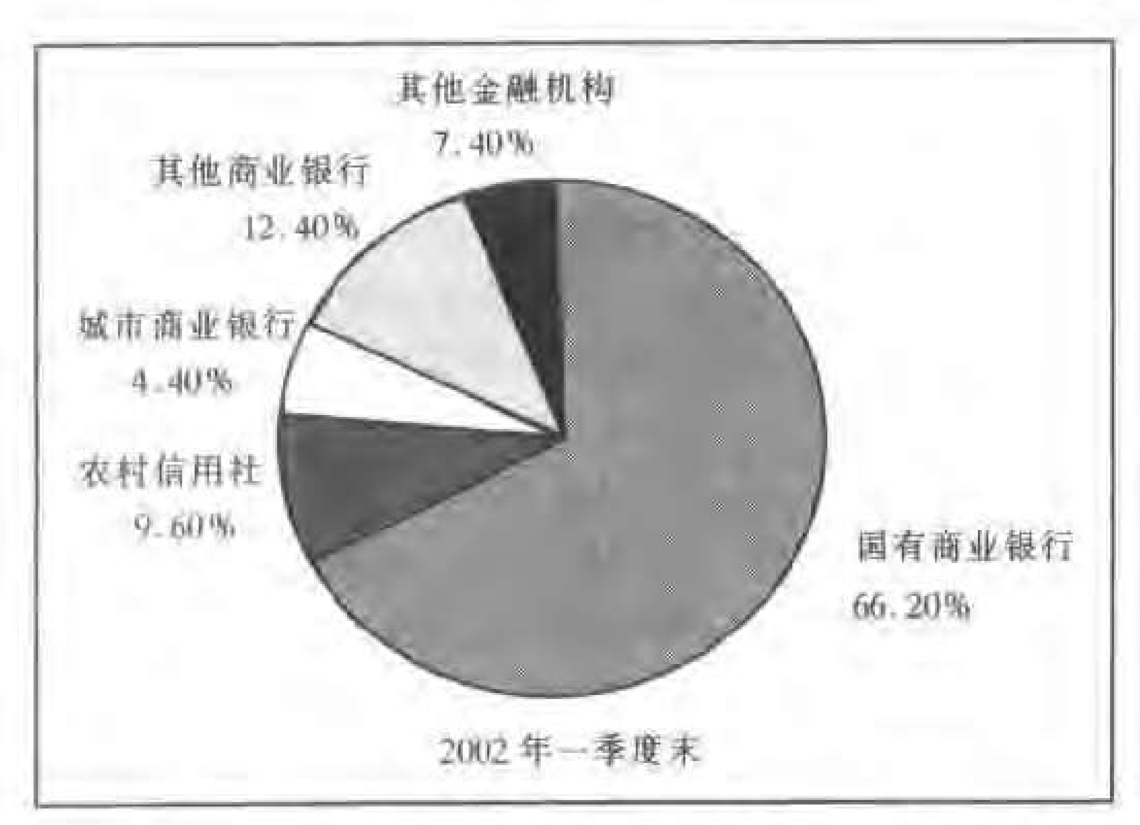


图 8—1 1996 年末与 2002 年 1 季度末各类金融机构资产比重图

资料来源：《中国金融年鉴（1997）》；《中国人民银行统计季报（2002—Ⅱ）》。

按照《中华人民共和国商业银行法》的规定，国有独资商业银行的业务经营

范围包括：(1) 吸收公众存款；(2) 发放短期、中期和长期贷款；(3) 办理国内外结算；(4) 办理票据贴现；(5) 发行金融债券；(6) 代理发行、代理兑付、承销政府债券；(7) 买卖政府债券；(8) 从事同业拆借；(9) 买卖、代理买卖外汇；(10) 提供信用证服务及担保；(11) 代理收付款项及代理保险业务；(12) 提供保管箱服务；(13) 经中国人民银行批准的其他业务。

中国工商银行是我国规模最大的商业银行，其业务优势，无论是吸收储蓄存款、还是发放中、短期贷款，或是办理结算业务，在国有独资商业银行中的市场占有率均是最大的。其发展的总体方针：一是积极开拓、稳健经营；二是以效益为中心、集约化经营。2000 年底，全行总资产近 4 万亿元人民币，金融电子化水平在同业中居领先地位，电子化网点覆盖率达 98%以上，全年结算业务量占中国金融业的 50%以上。中国工商银行积极推进跨国经营战略，在亚洲、欧洲、北美洲和大洋洲的主要金融中心和地区经济中心，逐步建立了一些分行或代办处。目前，工商银行的海外代理行总数已达 655 家。2000 年，中国工商银行分别被英国《银行家》、《欧洲货币》杂志评为 2000 年度“中国最佳银行”和“中国内地最佳银行”。《银行家》杂志公布的 2001 年度最新全球商业银行排名，以一级资本排序，中国工商银行居全球大银行的第七位。

中国农业银行将自己的市场定位概括为：不放弃农村，但不局限于农村。前者是指利用固有优势、继续服务于农村经济的发展。具体是以支持农业产业化经营为基础，将经营重心转移到高效行业和企业。后者则是实行城乡联动的市场定位，走出农村，拓展城郊与城区的业务，支持城乡经济一体化的发展。与此同时，也注意积极创造条件进入国际金融市场。目前中国农业银行网点遍布中国城乡，成为国内网点最多、业务辐射范围最广的大型国有商业银行。业务领域已由最初的农村信贷、结算业务，发展为能够办理国际、国内通行的各类金融业务。截至 2000 年末，中国农业银行各项资产总额达 2 万多亿元。并被《财富》评为世界 500 强企业之一。

中国银行在其作为国家外汇专业银行时期，在发展国际金融业务方面就已奠定了良好的基础。现在，作为外汇指定银行，继续发挥在支持外贸事业发展、提供国际结算服务、提供进出口融资便利及对外筹资主渠道等方面的业务优势。中国银行是中国第一家在亚、欧、澳、非、南美、北美六大洲均设有机构的银行。在香港和澳门，中国银行还是当地的发钞行。目前，中国银行在 25 个国家和地区设立了 559 个分支机构，直接经营当地法律许可的银行业务。此外，截至 2000 年末，中国银行已与 171 个国家和地区的3 823家外国银行建立了业务关系，形成了遍及全球的金融服务网络。中国银行资产总额，在 2000 年底为 3 万

多亿元。

中国建设银行曾经历了十几年执行财政、银行双重职能的阶段。那时的财政职能是执行财政对基本建设项目拨款和监督拨款使用。1994 年，该行进入了向国有商业银行转变的新阶段。1996 年 3 月将其原名中国人民建设银行改名为中国建设银行。由于该银行过去长期从事基本建设业务，在与大行业、大企业的密切联系中积累了一定的管理经验。因此确定了继续发挥优势，实施为大行业、大企业服务的经营战略，从而在银行群体中形成自己的经营特色。2001 年 7 月，中国建设银行在《银行家》杂志全球1 000家大银行排名中位居第 29 位。截至 2000 年底，该行资产总额达 1.5 万亿元。

金融资产管理公司

1999 年 3 月至 10 月，我国先后建立了四家由国家投资的特定政策性金融资产管理公司（AMC，assets management company）——华融、长城、东方、信达，分别收购、管理和处置从工、农、中、建四家国有独资商业银行剥离出来的不良资产。组建金融资产管理公司是为了达到三个目的：一是改善四家国有独资商业银行的资产负债状况，化解潜在的金融风险，提高其国内外资信。二是运用特殊的法律地位和专业化优势，通过建立资产回收责任制和专业化经营，实现不良贷款价值回收最大化，以最大限度保全资产、减少损失。三是通过金融资产管理，对符合条件的企业实施债权转股权，支持国有大中型亏损企业摆脱困境，并按照现代企业制度的要求转换经营机制，建立规范的法人治理结构。

金融资产管理公司可以从事下列业务活动：（1）追偿债务；（2）对所收购的不良贷款形成的资产进行租赁或者以其他形式转让、重组；（3）债权转股权，并对企业阶段性持股；（4）资产管理范围内的公司之上市推荐及债券、股票承销；（5）发行金融债券，向金融机构借款；（6）财务及法律咨询，资产及项目评估；（7）中国人民银行、中国证监会批准的其他业务活动。

四家金融资产管理公司的注册资本均为 100 亿元。此外的资金来源，一是划转中国人民银行发放给国有独资商业银行的部分再贷款；二是由金融资产管理公司对相应的银行发行金融债券。截至 2001 年底，四家金融资产管理公司收购了 1.4 万亿不良资产，并将一部分不良资产盘活变现。同时，完成了涉及金额 4 000多亿元、近 600 户国有重点企业的债转股工作。通过剥离不良资产，国有商业银行不良贷款比率下降了近 10 个百分点。

其他商业银行

1986 年国家决定重新组建股份制商业银行——交通银行。在这前后，在四家国有独资大商业银行之外，陆续建立了一批商业银行。除交通银行外，有中信实业银行、中国光大银行、华夏银行、中国民生银行、广东发展银行、深圳发展银行、招商银行、福建兴业银行、上海浦东发展银行、烟台住房储蓄银行、蚌埠住房储蓄银行。其间组建的海南发展银行，于 1998 年清理。

这些商业银行，在筹建之初绝大多数是由中央政府、地方政府、国有企业集团或公司出资创建的，即以国有资本为主，而且大多没有采取股份公司的组织形式。近些年则先后实行了股份制改造。交通银行筹建伊始，即明确为股份银行：原定国家股份 50%；公开招股 50%，由地方政府、企事业单位和个人认购入股。章程中，个人股在资本总额中限定不得超过 10%，但个人股一直未征集。应该说有股份制之名，无股份制之实。例外的有两家，一是深圳发展银行，一开始就明确股份制；在初建的股本中，国有资本金的比例也较低；二是中国民生银行，组建较晚，是我国第一家民营银行，其股份构成最初主要来自民营企业、集体企业、乡镇企业或公司等，服务对象也以民营企业等为主。

目前已经在证券市场上市、可以吸收个人股份的银行有四家，即深圳发展银行、上海浦东发展银行、中国民生银行和招商银行。深圳发展银行于 1991 年 4 月上市，是我国银行业中第一家上市公司，国家股的比例不到 50%。上海浦东发展银行、中国民生银行和招商银行分别在 1999 年 11 月、2000 年 11 月和 2002 年 7 月上市。其他未上市的股份制商业银行也都在积极创造上市条件，以期加速向现代商业银行的方向发展，完善股权结构及公司治理结构，实现经营机制的进一步转化。

此外，伴随对外开放的扩大，我国已开启允许国外资本参股国内银行的通路。比如，1996 年底，亚洲开发银行投资2 000万元入股中国光大银行。2002 年 9 月，美国新桥投资集体（Newbridge Capital Group）作为国外战略投资者进入深圳发展银行；于是深圳发展银行成为我国上市银行由外资收购股份的第一家。其他一些国际金融机构也已经或正在酝酿入股我国的股份制商业银行。

这些商业银行的活动地域，初建时明确有全国性商业银行与区域性商业银行之分，这从各银行的行名即可基本区别。不过近两年，随着金融改革的深化，除地区性的住房储蓄机构外，所有区域性银行的经营地界均已越出原来的指定范围，在全国大城市设置了经营性分支机构。

这些商业银行是日益依照国际通行规则和市场原则开展各项银行业务活动和进行自身经营管理的。因而，尽管它们在资产规模、机构数量和人员总数等方面

还远不能同国有独资商业银行相比，但其资本、资产及利润的增长速度已经高于国有独资商业银行，呈现出较强的经营活力、强劲的增长势头和良好的经营效益。到2000年末，股份制商业银行的资产总额为1.9万亿元，占金融机构资产总额的10.6%。

1998年，从北京开始，陆续出现了以城市名命名的商业银行。它们是由各城市原来的城市合作银行合并组建而成的；而原来的城市合作银行则是在原城市信用合作社的基础上组建的。这些城市商业银行是由城市企业、居民和地方财政投资入股组成的地方性股份制商业银行，主要功能是为本地区的经济发展融通资金，重点为城市中小企业的发展提供金融服务。截至2000年末，全国共有90家城市商业银行。

投资银行、券商

在我国，没有直接以投资银行命名的投资银行。1995年8月，依据《中外合资投资银行类机构管理办法》，中国建设银行与美国投资银行摩根斯坦利公司等五家金融机构合资组建了中国第一家中外合资投资银行——中国国际金融有限公司。此外，为剥离不良债权而成立的四家金融资产管理公司也准许经营投资银行业务。

但为数众多的证券公司（securities company）则实际是金融中介机构体系中投资银行这一环节的主要力量。证券公司又称券商（securities dealer），是由证券主管机关批准设立的以经营证券业务为主的非银行金融机构。初设时的证券公司，或是由某一家金融机构全资设立的独资公司，或是由若干金融机构、非金融机构以入股形式组建的股份制公司。与之同时，银行、信托投资公司、城市信用合作社、企业集团财务公司，乃至融资租赁公司、典当行等等大多设有证券部。随着分业经营、分业管理原则的贯彻及规范证券公司的发展，一方面要求证券机构彻底与其原来出资组建的金融机构脱钩；另一方面则要求非证券业金融机构所属的证券部和种种不规范的证券营业机构撤销或转让。在这一过程中，鼓励经营状况良好、实力雄厚的证券公司收购、兼并业务量不足的证券公司。截至2002年10月25日，我国共有证券公司124家。其中，综合类证券公司18家，经纪类证券公司27家，其他79家尚处于过渡期或在规范整顿之中。像申银万国、华夏、国泰君安、海通、南方等证券公司，无论在分支机构设置、业务量占比等方面均处于证券公司前列。

我国证券公司的业务范围一般包括：代理证券发行业务；自营、代理证券买卖业务；代理证券还本付息和红利的支付；证券的代保管和签证；接受委托代收

证券本息和红利；接受委托办理证券的登记和过户；证券抵押贷款；证券投资咨询业务等。1999年7月1日开始实施的《证券法》明确了综合类证券公司和经纪类证券公司的分类管理原则。前者可从事证券承销、经纪、自营业务，而后者只能从事证券经纪类业务。

目前，我国的证券公司与国外成熟的现代投资银行存在着明显的差距，尚不能充分发挥投资银行的职能。主要表现在：证券公司的业务经营范围比较狭窄，除了经营证券业务等传统的投资银行业务之外，对公司并购、公司理财、项目融资、资产管理等业务的开展极为有限或尚未涉足。另外，虽然证券公司数量众多，但规模小，机构分散，缺乏竞争力。近来，部分证券公司向现代投资银行的过渡已在酝酿之中。随着我国资本市场的发展，证券公司会有蓬勃发展的新时期。

农村信用合作社

农村信用合作社（rural credit cooperatives），是20世纪50年代中期，在全国广大农村普遍组建起来的。

在原有的计划经济体制下组建起来的农村信用合作社，定性为农村集体金融组织。组建的原则是：农民入股，社员民主管理，主要为入股社员服务三个方面。其主要业务活动是经营农村个人储蓄，以及向农户贷款等。然而，在其几十年的发展中，长期是作为国家银行的基层机构存在；改革开放后中国农业银行建立，则隶属于农行。应该说，它们并不具有世人通常理解的"合作"性质。

1996年下半年，对农村信用合作社进行了改革：一是与农业银行脱离隶属关系，农业银行不再领导、管理农村信用合作社，而由农村信用合作社的县联社负责业务管理。二是要求按合作制原则重新规范农村信用合作社，使其恢复合作制的性质。在经营方面的基本要求则是贯彻自主经营、独立核算、自负盈亏、自担风险的原则。

在近些年的发展中，在经济比较发达地区，一些信用合作社实质上已发展成为小型商业银行。在经济发展比较落后的地区，大量信用合作社的处境相当困难。如难以自负盈亏，不具备存在的经济依据。今后如何发展依然还是一个重大的课题。

到2000年底，全国共有农村信用合作社4万余家。

在改革开放后的20世纪80年代中期到20世纪末的十数年间，在农村，曾广泛存在农村合作基金会。由于农村人民公社解体，集体资产的管理出现真空状态。1984年，少数地方尝试建立农村合作基金会管理集体资产：将原来长期占

用但暂时不能回收的集体资产转为贷款，有偿使用；收回的贷款再有偿投放到社区内的农业生产。这种形式一经出现，在农业部门的支持下，迅速在全国大部分地区推广。在发展过程中，绝大多数实际是从事或变相从事经营存贷款的信用中介活动。到 1997 年，全国共有农村合作基金会28 588家，总资产为1 834.5亿元，放款占 71.68%。

然而，面对农村金融渠道不畅和资金需求难以满足的条件，农村合作基金会开展的大都是高息揽存、高息拆放的高风险业务。同时又大多是乡镇政府集资的工具。加之人员素质低，管理混乱。于是，支付危机和严重亏损问题不断暴露。1999 年，决定整顿、清理、撤并：或停办，或并入农村信用合作社，或另设农村信用合作社。这一过程到 2002 年已基本完成。农村合作基金会这个环节不复存在。

城市信用合作社

城市信用合作社（urban credit cooperatives）是在改革开放初期发展起来的。作为城市集体金融组织，它是为城市集体企业、个体工商户以及城市居民服务的金融企业，是实行独立核算、自主经营、自负盈亏、民主管理的经济实体。经营的业务有：办理城市集体企业和个体工商户的存、放、汇业务；办理城市个人储蓄存款业务；代办保险及其他代收代付业务，以及中国人民银行批准的其他业务等。

实践中，绝大部分城市信用合作社，从一开始，其合作性质即不明确，同样存在名不副实的问题。而且其中不少由于靠高息揽存——以高于法定的利率吸收存款——支持证券、房地产投机，纷纷陷入难以为继的困境。上个世纪 90 年代中期之后着手整顿。除对少数违法违规经营的城市信用合作社实施关闭或停业整顿外，先是合并组建“城市合作银行”，随即在 1998 年完成了将约2 300家城市信用合作社纳入 90 家城市商业银行的组建工作。

现在，依然有独立的城市信用合作社。到 2000 年底，全国共有城市信用合作社1 689家。

信托投资公司

我国的信托投资公司（trust and investment companies）是在经济体制改革后开始创办起来的。比如，现已发展为金融、投资、贸易、服务相结合的综合性经济实体的中国国际信托投资公司，就是创办于改革之初的 1979 年。以后又陆续设立了一批全国性信托投资公司，如中国光大国际信托投资公司、中国民族国际

信托投资公司、中国信息信托投资公司、中国教育信托投资公司等，以及为数众多的地方性信托投资公司与国际信托投资公司。

信托投资公司的相当部分，是由银行系统出资创办；此外，则或是由国务院、或是由国务院各部委、更多的则是由各级地方政府出资组建。

"信托（trust）"，就世界这项业务的发展来看，其基本含义是：接受他人委托，代为管理、经营和处理经济事务的行为。我国信托投资公司的建立，虽以"信托"为名，但实际却是经营一般的商业银行业务。典型的信托业务根本没有发展起来，而开展的所谓"信托"，实际是突破偏低的法定利率限制吸收存款，我们的通俗说法是"高息揽存"。至于"投资"，我国信托投资公司所从事的则是券商性质的业务活动，以及自身的证券、房地产投机。

对信托投资公司的整顿经历过多次。1995 年以来，根据分业经营与规范管理的要求再次进行长达数年的整顿。到目前为止，银行系统所属的信托投资公司，直接被撤销、转让或转为银行的分支机构；各级政府、计委、财政和其他党、政、群部门所办信托投资公司也基本撤销。属于信托投资公司的银行，则与母公司脱钩。其间，有一些颇具影响的信托投资公司受到清理、关闭的处理。到 2002 年 10 月中旬，有 40 家信托投资公司完成重新登记，获得《信托机构法人许可证》。但从总体来看，信托业的发展前景仍不明朗。

2002 年 5 月，中国人民银行公布了《信托投资公司管理办法》。目前信托投资公司可以经营本外币业务主要有：（1）资金信托业务；（2）动产、不动产及其他财产的信托业务；（3）投资基金业务；（4）企业资产的重组、购并及项目融资、公司理财、财务顾问等中介业务；（5）国债、政策性银行债券、企业债券等债券的承销业务；（6）代理财产的管理、运用和处分；（7）代保管业务；（8）信用见证、资信调查及经济咨询业务；（9）以自有财产为他人提供担保，等等。

信托投资公司，以及上面讲的城市信用合作社，在改革开放开始后的十几年间，同样经历了大发展而又不断整顿的过程；在资金调剂之中它们都曾相当活跃，但在金融中介机构体系中的定位却一直未能解决。如何对之进行历史的、全面的评价，还应客观剖析。

财务公司

上节讲西方金融公司时，已提到我国的财务公司（financial companies）是由企业集团组建的。第一家企业集团财务公司建立于 1987 年。知名的有华能集团财务公司、中国化工进出口财务公司、中国有色金属工业总公司财务公司等。

财务公司的宗旨和任务是为本企业集团内部各企业筹资和融通资金，促进其

技术改造和技术进步。截至 2000 年底，财务公司总数为 69 家，资产总规模达 2 584亿元，约占金融机构总资产的 1.4%。

财务公司的业务有：存款、贷款、结算、票据贴现、融资性租赁、投资、委托以及代理发行有价证券等。从今后规范要求的角度看，财务公司的特点就是为集团内部成员提供金融服务，其业务范围、主要资金来源与资金运用都应限定在集团内部，而不能像其他金融机构一样到社会上去开拓生存空间。

财务公司在业务上受中国人民银行领导、管理、监督与稽核，在行政上则隶属于各企业集团，是实行自主经营、自负盈亏的独立企业法人。

金融租赁公司

我国的金融租赁（financial leasing）业起始于 20 世纪 80 年代初期。金融租赁公司的创建，大都是由银行、其他金融机构以及一些行业主管部门合资，如中国租赁有限公司、东方租赁有限公司等。总的看来，经营活动没有得到发展。根据对金融业实行分业经营、分业管理的原则，也要求租赁公司与其所隶属的银行等机构脱钩，实行独立经营。目前，全国经过重新登记的金融租赁公司共有 15 家。

金融租赁公司的主要业务有：(1) 用于生产以及科、教、文、卫、旅游、交通等方面的动产、不动产的租赁、转租赁、回租租赁业务；(2) 前述租赁业务所涉及的标的物的购买业务；(3) 出租物和抵偿租金产品的处理业务；(4) 向金融机构借款及其他融资业务；(5) 吸收特定项目下的信托存款；(6) 租赁项目下的流动资金贷款业务；(7) 外汇及其他业务。

邮政储蓄机构

邮政储蓄（postal savings），是指与人民生活有紧密联系的邮政机构，在办理各类邮件投递和汇兑等业务的同时，办理以个人为主要对象的储蓄存款业务。世界上，邮政机构办理储蓄已有几百年的历史，大多数较发达国家几乎都有邮政储蓄。新中国成立前，在我国曾有邮政储金汇业局。

吸收居民储蓄的业务，在我国主要是由银行和上面介绍过的信用合作社经营的。改革开放以来，随着国民经济的不断发展，城乡居民收入的不断增加，储蓄事业日益受到重视。为了更有效地利用遍及全国城乡的邮政机构的现有基础设施，并发挥它们点多、面广、相关业务联系密切和四通八达的电信网络等优势，于 1986 年 2 月在全国开办邮政储蓄业务，并在邮政总局下设立邮政储汇局。依照目前规定，邮政网点吸收的储蓄全部缴存中国人民银行；邮政储蓄存款成为中

国人民银行的一项信贷资金来源。目前全国开办邮政储蓄网点总数已经达到3万多处。此外，随着邮政储蓄业务的发展，部分邮政储蓄网点还经办国债发行和兑付的代理业务以及保险的代理业务等。2001年9月末，全国邮政储蓄存款余额达到5 527亿元。

邮政储蓄存在的主要问题是：由于吸储资金全部交存中国人民银行集中统一使用，客观上减少了地方可使用资金，尤其是农村的可使用资金，同时也加重了中国人民银行的利息负担。因此，将邮政储汇局改成相对独立的邮政储蓄金融机构，一直是近年来讨论的一个题目。

保险公司

保险业（insurance）是极具特色并具有很大独立性的系统。这一系统之所以往往被列入金融体系，是由于经办保险业务的大量保费收入，世界各国的通例，是用于各项金融投资。

保险公司的业务范围为两大类：一是财产保险（property insurance）业务，又具体包括财产损失保险、责任保险、信用保险等业务；二是人身保险（life and health insurance）业务，具体包括人寿保险、健康保险、意外伤害保险等业务。根据我国《保险法》的规定，同一保险人不得同时兼营上述两类保险业务。同时规定，保险公司积聚的资金，除用于理赔给付外，其余只限于银行存款、买卖政府债券、金融债券及证券投资基金。目前，正就如何借鉴国际通行做法，改革保险资金运用管理体制，逐步扩大资金运用渠道等问题进行研究。

改革开放以来，我国保险业发展迅速。1988年以前，保险业由中国人民保险公司独家经营。后来，保险市场主体逐步增加。例如中国太平洋保险公司、中国平安保险公司、华泰财产保险有限公司、新华人寿保险有限公司、泰康人寿保险有限公司等多家保险公司先后加入保险系统。其间，地方也有组建寿险公司的。1996年7月，中国人民保险公司改建为中国人民保险（集团）公司，简称中保集团，下设中保财产、中保人寿和中保再保险三家保险有限公司，实行产、寿险分业经营。根据《保险法》确立的商业保险（commercial insurance）与社会保险（social insurance）分开经营的原则，17家地方寿险公司全部并入中保人寿保险有限公司。1998年10月，为进一步促进我国保险事业健康发展，撤销了中国人民保险（集团）公司，其上述三家子公司分别更名为中国人民保险公司、中国人寿保险公司、中国再保险公司；将中保集团所属的其他海外经营性机构全部划归香港中国保险（集团）有限公司管理。此外，改革开放以来，许多外国保险公司看好中国保险市场的巨大发展潜力，纷纷来华设立分公司及代表处。

截至2001年底，全国共有保险公司52家，其中，国有独资公司5家，股份制公司15家，中外合资保险公司19家，外国保险公司分公司13家。辅助性的保险中介机构共有170家，其中，经纪公司17家，代理公司127家，公估公司26家。这就形成了以国有商业保险公司为主，中外保险公司并存，多家保险公司竞争发展的格局。

我国保险业的业务，近年来也有迅速的发展，险种达到数百个。2001年全国年保费收入为2 109亿元，其中财产险收入占32.5%，人身险收入占67.5%。保险深度（insurance intensity），即保费收入占GDP的比，为2.2%；保险密度（insurance density），即人均保费，为168.8元。保险公司总资产达4 591亿元。

投资基金

我国的投资基金（investment funds）最早产生于20世纪80年代后期，1987年，中国银行和中国国际信托投资公司共同推出面向海外投资者的基金。1991年，武汉成立我国第一家面向国内投资者的"武汉证券投资基金"。1992年9月，中国国际信托投资公司与英国KB银行联合发起中国投资发展基金；10月，香港中银集团发起成立中银中国基金；11月，经中国人民银行批准，在淄博成立了淄博乡镇企业投资基金。截至1997年底，全国共审批了75只基金，实际发行73只，共募集资金约50亿元。

在这期间，面向国内发行的基金，市场上习惯叫"老基金"。由于缺乏全国统一的管理法规，这些基金的发行与运作存在不少问题，如基金发起人复杂、基金资产流动性差、基金管理人和托管人混淆等。

我国较为规范的证券投资基金产生于1997年11月《证券投资基金管理暂行办法》出台之后，根据要求，中国证监会对老基金进行了清理规范，同时审批新基金的设立。1998年，6家规模分别为20亿元的第一批试点证券投资基金（security funds），均为封闭式基金（closed-end investment funds），陆续发行上市。此后又不断有新的、规模更大的封闭式证券投资基金推出。2000年10月，证监会发布《开放式投资基金试点办法》，对开放式基金（open-end investment funds）——也属证券投资基金——的公开募集、设立、运作及相关活动做出规定。这标志着我国进入开放式基金试点的阶段。到2001年9月，我国49个证券投资基金中有47个是封闭式基金，总资金703.26亿元。开放式基金只有两个，募集资金约84亿元。

我国近些年来，存在一些名称形形色色带有私募基金（private placement）性质的投资基金。所控制的资金实力估计达数千亿元。这类基金的出现和发展实

质反映了集合投资制度的客观需要。但它们的合法地位尚在讨论过程之中。如何汲取国际经验，规范私募基金的发展，是我国证券市场发展中的一个重要问题。

风险投资基金（venture funds）在我国也有发展。最早从事风险投资的机构是成立于1985年的中国新技术创业投资公司。1998年，在政府的推动下，我国风险投资基金获得了快速的发展。至2001年，全国成立了200多家风险投资公司，基金总规模近300亿元。基金的资金来源多样化：有30%来自政府，40%来自国内企业，30%来自国外。非国有资金正逐步成为风险投资基金的主要来源。

证券投资基金的发展有助于维持我国证券市场的增量资金，改善投资者结构，同时有助于推进证券市场管理的市场化，信息披露的规范化，并有利于促进投资理念由短期炒作转向中长期投资。

在华外资金融机构

随着对外开放的深入，我国对于外资金融机构（包括外资独资、中外合资）开放金融市场的步伐逐步加快。目前在我国境内设立的外资金融机构有如下两类：

一是外资金融机构在华代表处（representative office）。最初，一般只可设在北京和我国经济特区。在华外资金融机构代表处的工作范围是：进行工作洽谈、联络、咨询、服务等非营业性活动，不得开展任何直接营利的业务。在华设立代表处，是外资银行进入中国必须走的一个步骤。1979年，日本输出入银行在北京设立了第一家外资银行的代表处。截至2000年底，各类在华外资金融机构代表处共有543家，其中，银行233家，保险公司181家，投资银行58家，信用卡公司10家，金融公司6家，其他金融机构13家。

二是外资金融机构在华设立的营业性分支机构。这包括外国独资银行、外国银行分行、合资银行、独资财务公司、合资财务公司等。根据2002年颁布的《中华人民共和国外资金融机构管理办法》，这些外资金融机构可以从事下列业务项目的部分或全部：（1）公众吸收存款；（2）发放贷款；（3）办理票据承兑与贴现；（4）买卖政府债券、金融债券，买卖股票以外的其他外币有价证券；（5）提供信用证服务；（6）提供担保；（7）办理国内外结算；（8）买卖、代理买卖；（9）从事外币兑换；（10）从事同业拆借；（11）从事银行卡业务；（12）保管箱业务；（13）资信调查和咨询服务，以及经批准的其他业务。截至2000年底，在华外资营业性金融机构200余家，分布在21个城市。其中，外国银行分行158家（其中33家可开展人民币业务），中外合资银行7家，外资独资银行6家，中

外合资、外资独资金融公司7家，中外合资保险公司10家，外资保险公司分公司9家，保险中介机构2家，合资投资银行1家。

2001年11月，我国正式加入WTO。按照与有关国家签署的协议，我国正在采取循序渐进的原则开放金融业。这包括银行业、证券业和保险业。其目标，是在协议中所承诺的期限之前，逐步实现外资金融机构在我国享有国民待遇。

金融机构多样化的必然性

金融中介机构多样化是市场经济发展的客观要求。

20世纪30年代，抗日战争爆发前夕，虽然有列强金融资本和本国官僚金融资本的控制，中国的民族金融业还是有一段较为迅速的发展：多种形式的金融中介机构和同一类金融中介机构经营取向的各有侧重和特色，表现了市场经济下金融业的生机与活力。战乱和恶性通货膨胀打断了这一进程。而建国之后的计划经济则把中国的金融体系塑造成由一家国有银行几乎囊括一切金融运作的格局。

改革开放突破了这种极度单一的格局。首先是一家一统天下的国有银行演化为中央银行及几家商业银行，并继而分化出政策性银行、分化出金融资产管理公司，发展了一些实际是国有资本的其他商业银行和非银行金融机构。变化极大，但类型较为单一。改革浪潮中也涌现出众多的非银行金融中介机构，如信托投资公司、如租赁业、如城市信用合作社，等等。应该肯定，在推进改革和活跃经济方面，它们做出了不应忽视的贡献。然而，大多先天不足，基础不牢，违规操作，经营混乱，从而长期处于不断整顿、不断规范的过程之中。然而就资金调剂这一领域来说，尚有不少方面缺乏金融中介的服务，或服务质量满足不了需求。如农村金融，现有的机构难以胜任搞活金融的任务；中小企业的融资需求，靠现有商业银行系统也不易解决；信托、租赁的发展更有待观察。

资本市场的金融中介，十多年来发展迅速。但反映着市场本身的局限，中介机构的类型简单，如只有券商和证券型投资基金。而且在风险、违规之中，清理、重组，潮起潮落，尚未能在投资人的心目中对之树立稳定可靠的信心。保险业从无到有，就自身而言，机构、业务成倍增长，但面对巨大的市场潜力和国际保险力量的竞争，机构的规模大多偏小，机构的组织类型和服务产品则显单调。

就机构体系的条理来说，删繁就简，眉目清楚，便于监管。可是缺门较多，难称理想。总之，从整体来说，金融中介机构体系的格局失之单调。

金融这个范畴，它存在于经济生活中的理由是借助自身的一些特定功能，实现储蓄向投资的转化。经过20多年的改革开放和市场经济的发展，我国经济结构与经济主体呈现多元化态势，国民收入分配格局变化显著，储蓄向投资的转化

日益要求开通越来越多样化的渠道为之服务。由于不同的金融中介经营规模、业务领域、职能特征不同，提供给社会的金融产品和服务不同，因而有着各自的比较优势。如果金融中介系统的结构过分简化，就难于适应市场经济多元化的发展。由于历史与现实、经济与政治，社会与观念习俗等诸方面极为多种多样，各国金融中介机构体系多样化的发展途径各异。但金融机构必须适应不同的客观条件实现多样性的发展则是市场经济的共同要求。否则，金融中介机构体系就难以保证金融高效率地发挥其带动整个经济的能动作用。

金融中介机构多样化之路要靠市场开拓，和在市场开拓基础上的政府规范。一方面是要求为新类型的金融机构开启必要的准入之路。特别是在法规条件的完全成熟和有关措施的完全配套的过程中允许试点。与之同时，则要求给已有的各类金融中介以必要的自我调整、开拓和创新的空间，以利于在探索、碰撞中走出机构自身多样化经营乃至转换为新机构的途径。

第四节　国际金融机构体系

国际金融机构的形成和发展

适应世界经济发展的需要，先后曾出现各种进行国际金融活动的政府间国际金融机构。其发端可以追溯到1930年5月在瑞士巴塞尔成立的国际清算银行(Bank for International Settlements, BIS)。

第二次世界大战后建立了布雷顿森林国际货币体系，并相应地建立了几个全球性国际金融机构，作为实施这一国际货币体系的组织保证。它们是目前最重要的全球性国际金融机构：国际货币基金组织（International Monetary Fund, IMF)，简称世界银行的国际复兴开发银行（International Bank for Reconstruction and Development，The World Bank)，国际开发协会（International Development Association, IDA）和国际金融公司（International Finance Corporation, IFC)。

从1957年到70年代，欧洲、亚洲、非洲、拉丁美洲、中东等地区的国家为发展本地区经济的需要，同时也是为抵制美国对国际金融事务的控制，通过互助合作方式，先后建立起区域性的国际金融机构。如泛美开发银行（Inter-American Development Bank, IADB)、亚洲开发银行（Asian Development Bank, ADB)、非洲开发银行（African Development Bank, AFDB）和阿拉伯货币基金组织（Arab Monetary Fund, AMF)，等等。

国际金融机构在发展世界经济和区域经济方面发挥了积极作用。诸如，组织

商讨国际经济和金额领域中的重大事件，协调各国间的行动；提供短期资金，缓解国际收支逆差，稳定汇率；提供长期资金，促进许多国家的经济发展。不过，这些机构的领导权大都被西方发达国家控制；发展中国家的呼声和建议往往得不到应有的重视和反映。

国际清算银行

国际清算银行是由英国、法国、意大利、德国、比利时、日本的中央银行和代表美国银行界的摩根保证信托投资公司、纽约花旗银行和芝加哥花旗银行共同组成。其初建的目的是为了处理第一次世界大战后德国赔款的支付和解决德国国际清算问题。隶属于第一次世界大战后类似于今天联合国的“国际联盟”。第二次世界大战后，其宗旨改为促进各国中央银行间的合作，为国际金融往来提供额外便利，以及接受委托或作为代理人办理国际清算业务等。

这个银行，在当前，依然相当活跃。对银行实施国际监管的著名《巴塞尔协议》及随后的相关文件就是出于这个银行。

它的业务范围可以分为以下四部分：

（1）商讨国际金融合作问题。世界各国的中央银行行长和其他官员经常在巴塞尔举行会议。会议的目的是在货币和经济领域就共同感兴趣的问题交换意见，加深了解，以促进国际合作。对国际金融体系的稳定进行监测和维护，一直是会议的中心议题。

（2）从事货币和金融问题研究。其研究工作偏重于与中央银行有关的问题，如收集并公布国际银行业和金融市场的数据；管理一个供各国中央银行合作的经济数据库；出版有关经济论文、文件和报告等。

（3）为各国中央银行提供各种金融服务，主要包括吸收中央银行存款（大部分是外汇储备）；为中央银行提供投资服务；为中央银行进行融资并提供过渡性信贷等。

（4）作为协助执行各种国际金融协定的代理和受托机构，为执行协定提供便利。

国际清算银行在促进各国中央银行交流，推动国际金融合作，健全国际金融监管体系，提高国际金融领域抵抗风险能力等方面都发挥着明显的作用。

该行建立时只有7个成员国，现已发展到45个成员国和地区。

中国人民银行于1996年11月成为该行股东并积极参与该行的各项活动。国际清算银行于1998年7月在香港特区设立首家海外代表处。

国际货币基金组织

它是根据1944年联合国国际货币金融会议通过的《国际货币基金协定》建立的。1945年12月正式成立，1947年3月开始工作，同年11月15日成为联合国的一个专门机构。建立之初，参与的成员国为39个，2001年，成员国已达183个。

国际货币基金组织的宗旨是：通过会员国共同研讨和协商国际货币问题，促进国际货币合作；促进国际贸易的扩大和平衡发展，开发会员国的生产资源；促进汇率稳定和会员国有条不紊的汇率安排，避免竞争性的货币贬值；协助会员国建立多边支付制度，消除妨碍世界贸易增长的外汇管制；协助会员国克服国际收支困难。

基金组织是以会员国入股方式组成的企业经营性质的金融机构。其最高权力机构是理事会，由各会员国选派理事和副理事各一人组成。基金组织处理日常业务的机构是执行董事会，由22人组成，其中7人分别由美、英、德、法、日本、沙特阿拉伯和中国单独指派。

基金组织的重大问题都由理事会或执行董事会通过投票表决的方式做出决定。每一会员国都有250票的基本投票权，在此基础上，按各会员国在基金组织中认缴的份额，以每10万美元增加一票。基本上，会员国投票权的多少取决于该国所认缴的份额的多少。美国拥有的投票权占全部投票权的20%以上，因此，在基金组织的决策中起决定性的作用。

基金组织的资金来源主要由会员国认缴的基金份额、借入资金和出售黄金组成。

会员国缴纳的基金份额，是基金组织最主要的资金来源。凡参加国际货币基金组织的会员国都要缴纳一定数额的资金，其认缴份额根据会员国的黄金和外汇储备、对外贸易量和国民收入的大小而定。基金组织最初规定，会员国缴纳份额的25%应为黄金，75%为本国货币。1978年4月第2次修改的协定条款，取消了25%缴纳黄金的规定，改为以特别提款权或外汇缴纳。特别提款权（special drawing right，SDR）是基金于1969年创造的记账单位。在此以前，基金的记账单位是美元。

基金组织通过与会员国协商，还从会员筹借资金。它曾先后向“十国集团”、石油生产国和发达国家借入资金。此外，基金组织从1976年开始按市场价格出售所存黄金，以所获得的利润收入作为建立“信托基金”的资金来源。

国际货币基金组织的主要业务活动除了对会员国的汇率政策进行监督，与会员国就经济、金融形势进行磋商和协调外，则是向会员国提供借款和各种培训、

咨询服务。

基金组织设有多种贷款，根据不同的政策向会员国政府提供资金。不过，对会员国来说，一般不称借款，而称提款，即指有权按所缴纳的份额从基金组织提取一定的资金用于国际支付；或称购买，即指可用本国货币向基金组织申请购买外汇，还款时则以外汇购回本国货币。基金组织的贷款不论使用什么货币都按特别提款权单位计值。

基金组织的贷款主要有以下几种：

（1）普通贷款。这是基金组织最基本的一种贷款，用于解决会员国一般国际收支逆差的短期资金需要。贷款的最高额度为会员国所缴份额的125%，其中每25%划为一档，在每档贷款的掌握分寸上有很大的不同。1）储备部分贷款（即第一个25%）：会员国申请贷款金额不超过自己认缴份额的25%时，无须特殊批准，可自行使用，不付息。2）第一档信用部分贷款（即第二个25%）：只要申请国对克服国际收支逆差作出安排，就可得到批准。3）高档信用部分贷款（即其他的三个25%）：申请国须提交内容广泛的稳定财政计划，如获批准，一般都采用信贷安排方式，即会员国要与基金组织事先商定，在规定有效期内（1～3年）按需要使用。

（2）中期贷款。它用于解决会员国国际收支困难的中、长期资金需要。会员国由于生产、贸易、价格等方面的结构性失调，可能出现较长时期的国际收支逆差，需要较长期的资金支持。贷款期限4～10年，贷款的最高额度为份额的140%。基金组织对这类贷款掌握更严。申请国要进一步提出实现经济计划所采取的政策措施并报告实施的进展情况。

（3）出口波动补偿贷款。主要解决发展中国家的初级产品因国际市场价格下降而面临国际收支逆差不断扩大的困难。贷款期限3～5年。贷款最高额度为会员国所缴份额的100%。1981年基金组织扩大这项贷款的使用范围：会员国因进口成本过高发生国际收支困难时也可申请。

（4）缓冲库存贷款。它是用于帮助初级产品出口国建立缓冲库存的资金需要。贷款期限3～5年，贷款最高额为会员国所缴份额的5%。

（5）补充贷款。它是用于补充普通贷款和中期贷款之不足，以帮助会员国解决持续的国际收支逆差问题。贷款期限3年半～7年，必须与普通贷款和中期贷款相结合才能获得。

（6）信托基金贷款。它是为支持较穷的发展中国家的经济发展而设立的一项贷款。贷款利率优惠，年利率为0.5%，期限为5年。

中国本是国际货币基金组织的创始国之一。新中国成立之后，由于美国等少

数国家的阻挠，我国在国际货币基金组织的席位一直未能恢复。1980 年 4 月，国际货币基金组织通过了恢复中国代表权的决定。我国从此参加了基金组织的工作。2001 年以前，我国所缴份额约为 47 亿特别提款权。投票权占总投票权数的 2.22%，份额与投票权均排在第 11 位。这种状况与中国经济发展的实际不符。在我国政府和其他成员国政府的敦促下，2001 年 2 月 5 日，基金组织实施了增资计划，使我国从原来的第 11 位提到了第 8 位。

对于国际货币基金组织在稳定国际货币秩序方面所发挥的作用，有极其分歧的估价。这样的分歧不仅存在于发达国家，特别是美国，与欠发达国家之间，在发达国家的经济学者之间，肯定与否定的分歧也极为鲜明。当一些国家或地区陷入国际收支困境甚至陷入货币制度震荡时，基金总要开出自己的药方；而要从基金取得财力支援，一个最为关键的条件是提出符合摆脱困境的财政金融措施方案要与基金药方的要求吻合。但实践说明，基金开出的药方常常是颇成问题乃至是错误的。

世界银行

世界银行是与国际货币基金组织同时组建的国际金融机构。它有两个附属机构：国际开发协会和国际金融公司。三者统称世界银行集团。

这三者的共同宗旨是通过提供和组织长期贷款和投资，解决会员国恢复和发展经济的资金需要，资助它们兴办特定的基本建设工程。三者的贷款对象和方式有所不同。世界银行主要是向成员国提供长期的优惠贷款；国际开发协会则致力于向低收入国家提供长期低息援助性贷款；国际金融公司主要是向成员国的私人部门提供贷款。

世界银行建立之初有 39 个会员国，至 1997 年末增至 181 个。它是按股份公司原则建立起来的企业性金融机构。其最高权力机构是理事会；负责处理日常业务的机构是执行董事会；执行董事会选举行长。

世界银行的资金来源主要有：(1) 会员缴纳的股金。世界银行成立初期，法定资本为 100 亿美元。会员国缴纳的股金以它们在国际货币基金组织中分摊到的份额为准，其中 20% 在参加时缴纳，另外 80% 则等待世界银行催交时再支付。至 1980 年 1 月，法定资本增至 705 亿特别提款权，并对会员国实缴股金的要求从 20% 降到 7.5%，其中 0.75% 以黄金或美元缴纳，6.75% 则以会员国货币缴纳。另外的 92.5% 为待交股金。(2) 向国际金融市场借款，特别是发行中长期债券。(3) 出让债权，即世界银行将其贷出款项的债权转让给私人投资者（主要是商业银行），以收回部分资金。(4) 经营中的利润收入。

世界银行的主要业务活动是向发展中国家提供长期的生产性贷款。贷款只提供给会员国中低收入国家和由政府担保的国营企业或私营企业，贷款条件一般比国际资金市场上的贷款条件优惠。世界银行的贷款一般要与特定的工程项目相联系，称项目贷款。这些项目要经世界银行精心挑选，认真核算，严密监督和系统分析。贷款一般只提供该项目所需建设资金总额的30%～40%，项目建设费用中当地货币部分应由本国政府筹措。借款国要承担货币汇价风险，并必须按期归还贷款。总之，世界银行贷款从贷款项目确立到归还，都有一整套严格的政策和程序。上个世纪80年代以来，世界银行大量采用联合贷款形式，即世界银行与官方的双边援助机构或多边援助机构、官方支持的办理出口信贷的机构以及商业银行联合对某一项目贷款，并要求以项目的收益偿还贷款。

除贷款以外，世界银行还提供技术援助，提供国际联合贷款团的组织工作，以及协调与其他国际机构的关系等。

我国与世界银行的业务往来远比国际货币基金组织为多。目前，我国向世界银行认购了44 799股的股份，占该行总股份的2.87%，位居第六。至2000年底，我国共获得世界银行贷款约345亿美元，分别用于230个建设项目。随着我国经济的快速发展，世行认为中国已接近中等发达国家水平。因此，从1999年7月起，将不再对我国提供优惠的软贷款。这将对我国今后利用世行贷款的规模和结构产生一定影响。

国际开发协会

国际开发协会是专门对较穷的发展中国家发放条件优惠的长期贷款的金融机构。成立协会的建议是1957年提出的，正式成立于1960年9月。

国际开发协会的组织机构与世界银行相同。其资金来源主要有：(1) 会员国认缴的股本；(2) 工业发达国家会员国提供的补充资金；(3) 世界银行从净收益中拨给协会的资金；(4) 协会业务经营的净收益。

协会的贷款条件是：1972年按人口平均国民生产总值不到375美元的发展中国家的政府或企业。贷款不收利息，只收0.75%的手续费，贷款期限50年。至2002年6月，国际开发协会提供信贷资金总额为1 350.73亿美元，其中我国共利用协会项目71个，总金额为99.46亿美元。

国际金融公司

国际金融公司建立于1956年7月。申请加入国际金融公司的国家必须是世界银行的会员国。国际金融公司的组织机构和管理方式与世界银行相同。

国际金融公司的主要任务是对属于发展中国家会员国中私人企业的新建、改建和扩建等提供资金；促进外国私人资本在发展中国家的投资；促进发展中国家资本市场的发展。其资金来源主要是会员国认缴的股本、借入资金和营业收入。

国际金融公司提供贷款的期限为7～15年，贷款利率接近于市场利率，但比市场利率低。贷款无须政府担保。

亚洲开发银行

亚洲开发银行1966年在东京成立，同年12月开始营业，行址设在菲律宾的首都马尼拉。成立初期有34个国家参加，1988年增加到47个，其中亚太地区32个，西欧和北美15个。其管理层面有理事会、执行董事会和行长。

亚洲开发银行的宗旨是通过发放贷款和进行投资、技术援助，促进本地区的经济发展与合作。其主要业务是向亚太地区加盟银行的成员国和地区的政府及其所属机构，境内公私企业以及与发展本地区有关的国际性或地区性组织提供贷款。贷款分为普通贷款和特别基金贷款两种。前者贷款期为12～25年，利率随金融市场的变化调整；后者贷款期为25～30年，利率为1%～3%，属长期低利优惠贷款。

亚洲开发银行的资金来源主要是加入银行的国家和地区认缴的股本、借款和发行债券，以及某些国家的捐赠款和由营业收入所积累的资本。

我国在亚洲开发银行的合法席位于1986年恢复。2000年末，我国在亚行认缴的股本为228 000股，所占份额为6.579%，是第三大认股国。至2000年12月末，我国获亚行贷款项目83个，总额达103多亿美元。此外还接受亚行提供的无偿技术援助。

非洲开发银行

非洲开发银行于1963年9月成立，1966年7月开始营业，行址设在科特迪瓦的首都阿比让。我国于1985年5月加入非洲开发银行，成为正式成员国。

非洲开发银行的宗旨是：为成员国经济和社会发展服务，提供资金支持；协助非洲大陆制定发展的总体规划，协调各国的发展计划，以期达到非洲经济一体化的目标。其主要业务是向成员国提供普通贷款和特别贷款。特别贷款条件优惠，期限长，最长可达50年，贷款不计利息。非洲开发银行的资金主要是成员国认缴的股本。为解决贷款资金的需要，它还先后设立了几个合办机构：非洲开发基金、尼日利亚信托基金、非洲投资开发国际金融公司和非洲再保险公司。

附录一 港澳台金融机构

香港金融中介机构体系

香港依靠其优越的地理位置，以及特殊的历史条件和经济环境，成长为国际性的贸易、金融、航运和通讯中心。

香港的金融中介机构主要包括银行和保险。香港银行业实行三级制，即持牌银行、有限制持牌银行和接受存款公司，三者统称为认可机构。截至2000年底，香港共有认可机构263家，其中持牌银行154家，有限制持牌银行48家，接受存款公司61家，银行类代表处118家。2000年底香港银行业资产总额为66 610亿港元。

香港的保险业也一直受到世界各国保险业的关注。据香港保险业监理处统计，截至2000年底，获准在香港经营保险业务的公司共有205家。香港保险业高度国际化，是亚太区主要保险业中心之一。

澳门金融中介机构体系

澳门的金融机构主要包括银行、保险公司、金融公司等。截至2000年底，获准在澳门经营的商业银行有22家，其中1家为离岸银行；保险公司24家；金融公司3家。邮政储金局是澳门特区政府邮电司属下的一个信用机构，成立于1917年，是惟一可以办理存放款业务而由官方经营的非银行金融机构，属非营利性质。另外，澳门有找换店、银号9家，它们是银行兑换业务的补充。

台湾金融中介机构体系

台湾金融业包括银行、基层合作金融机构、保险公司和票券、证券金融公司和海外银行在台设立的分支机构几大类。对各类金融机构，由“财政部”及“中央银行”共同管理。“财政部”主要负责金融行政的监督管理，但必要时亦可从事金融业务的监督管理。“中央银行”则负责金融业务的监管。

（1）商业银行：2000年底，台湾共有53家本地银行，其中包括5家中小企业银行。美国花旗银行、英国标准渣打银行等39家在台设立了分行，26家外资银行设立了办事处。

（2）基层合作金融机构：由台湾省合作金库、信用合作社、农会信用部以及

渔会信用部组成。台湾省合作金库是基层金融机构的中枢机构，收受基层金融机构的余裕资金，并调节其资金余缺。截至2000年底，台湾共有信用合作社48家，农会信用部287家，渔会信用部27家。

(3) 邮政储金汇业局：该局只能经办储蓄、汇兑等业务，不能从事贷款、保证、信托等其他一般金融机构的业务。到2000年底，该局共有1 500多家分支机构。

(4) 信托投资公司：台湾经营信托投资业务的中介机构包括：1) 各银行附设的信托部。各银行视信托部为独立单位，其资本、营运及会计必须独立。2) 独立的信托投资公司。截至2000年底，台湾共有中联信托投资有限公司等3家，资产总额为新台币2 137万亿元。

(5) 保险公司：截至2000年底，台湾共有32家人寿保险公司，25家财产保险公司。

(6) 票券金融公司。票券金融公司业务包括买卖"国库券"、可转让银行定期存单、银行承兑汇票、本票以及其他短期债务凭证；担任商业票据的承销人或经纪人、保证人、背书人及签证人。到2000年底，台湾共有中兴、中华等16家票券金融公司。

(7) 证券金融公司。证券金融公司的主要业务包括证券融资、融券等。到2000年底，台湾共有复华、环华、富邦及安泰等4家证券金融公司。

附录二　银行国有化的理论和苏联的实践

银行国有化（nationalization），不仅是理论，而且曾是规模相当广阔的实践。市场经济国家在社会党、工党执政期间也曾广泛实施这样的政策。

列宁关于银行国有化的理论

马克思恩格斯在《共产党宣言》中指出，成为统治阶级的无产阶级，要"通过拥有国家资本和独享垄断权的国家银行，把信贷集中在国家手里"[①]。他们把这一措施看成是变革全部生产方式所不可避免的方式。后来，他们在总结世界上第一个建立无产阶级政权的巴黎公社之所以失败的原因时，再次指出，没有夺取资产阶级银行（法兰西银行）而听任它用大量资财支持资产阶级流亡政府是重大

① 《马克思恩格斯全集》，中文1版，第4卷，490页，北京，人民出版社，1958。

的错误。

列宁在剖析帝国主义阶段经济特征时，指出帝国主义银行已由普通的中介人变成势力极大的垄断者，变成“现代经济生活的中心，是整个资本主义国民经济体系的神经中枢”①。从这点出发，他反复强调银行在从资本主义向社会主义过渡中有着重大的作用。主要可概括为两个方面：

（1）大银行是实现社会主义所必需，必须实行银行国有化。他指出：“现代银行同商业（粮食及其他一切商业）和工业如此密不可分地长合在一起，以致不‘插手’银行，就绝对不能做出任何重大的、任何‘革命民主的’事情来。”②所以，无产阶级夺取政权后必须掌握银行并实行国有化。“只有实行银行国有化，才能使国家知道几百万以至几十亿卢布流动的来去方向、流动的方式和时间。……才能在行动上而不是口头上做好对全部经济生活的监督，做好对最重要产品的生产和分配的监督，才能做到调节经济生活”③。

（2）可以利用银行来为发展社会主义经济服务。列宁认为，对于银行机构“不能打碎、也用不着打碎……我们可以把它当作现成的机构从资本主义那里拿过来，而我们在这方面的任务只是砍掉使这个极好机构资本主义畸形化的东西，使它成为更巨大、更民主、更包罗万象的机构。那时候量就会转化为质。统一的规模巨大无比的国家银行，连同它在各乡、各工厂中的分支机构——这已经是十分之九的社会主义机构了。这是全国性的簿记机关，全国性的产品生产和分配的计算机关，这可以说是社会主义社会的骨骼”④。“应该逐渐地、但是不断地把银行变为全国按社会主义方式组织起来的经济生活的统一的簿记机关和调节机关”⑤。

列宁突出强调社会主义银行的统一和规模巨大，强调严格的核算与监督，显然与他当时所设想的社会主义经济是以“社会主义产品交换”为特征并由中央统一计划集中管理的经济模式相关联。苏联形成的高度集中的金融体系模式，应该说直接反映了这样的指导思想，但银行的作用却大大低于列宁的估价。

高度集中的苏联银行体系模式

十月革命胜利后，根据列宁关于银行国有化的思想，苏维埃政权立即夺取了

①② 《列宁全集》，中文2版，第32卷，189、190页，北京，人民出版社，1985。

③ 《列宁全集》，中文2版，第32卷，191页，北京，人民出版社，1985。

④ 《列宁全集》，中文2版，第32卷，299～300页，北京，人民出版社，1985。

⑤ 《列宁全集》，中文2版，第34卷，204页，北京，人民出版社，1985。

帝俄的国家银行。对私人银行，列宁曾经想走一条妥协的道路，然而却遭到它们强烈的抵制，所以也很快地实行了国有并将它们并入国家银行，建立起统一的苏维埃共和国人民银行。在随后的军事共产主义期间，商品、货币作用急剧缩小，到 1920 年全国银行暂时停业。随着国内战争的结束和新经济政策的实施，1921 年 10 月重新又成立了国家银行，相继还建立了一些其他专业银行和信用机构。

随着社会主义工业化和农业集体化政策的实施，标志着高度集中的社会主义经济体制开始逐步形成。这种体制的基本设计思路是：

——整个再生产过程处于中央集中的国民经济计划指挥之下。

——具体到每一个经济单位，其生产和流通的经营活动都有具体的计划任务——根据中央统一的计划，经过逐级层层分解到基层的计划任务，这是必须执行的计划法令。

——生产单位所需要的生产资料，按生产资料分配计划供给，无计划，原则上说，则无处购入；生产单位的产品，或纳入生产资料分配计划，或纳入消费品流通计划，原则上说，不得在计划外自行处理。

——经济单位的收益，除按规定留极小部分用以改善职工集体福利外，全部上缴财政。

——它们所需的资金由国家供给，为了保证和监督基层经济单位严格执行国家既定的计划任务，资金供给的数量以实现计划任务为准：既满足基层单位实现计划的资金需要，又使它们不可能通过取得计划外的资金来冲击计划任务。

这最后一点，就是要通过资金的计划化来监督实物再生产过程必须严格按照计划任务运行。以这样的思想为指导，苏联形成了一整套财政信贷资金的计划管理体制。就财政和信贷这两者之间的关系来说，是严格区别两者资金供给的领域。由于财政集中了国民收入的相当大的部分，所以国有经济所需要的基本建设投资以及在大型农田水利方面对集体农业的支援，由财政拨款解决；国有经济单位经常占用的流动资金，也是依靠财政拨款；流通过程的流动资金需要和季节性生产的流动资金需要则由信贷途径解决。对于这种区分严格的资金供给办法，中国在计划经济体制下习惯称之为“财政信贷资金分口原则”。

在信贷方面，（1）要求在坚持分口原则的前提下，严格按计划只供给短期性周转资金而且必须保证按计划贷放；（2）要求利用现代经济生活中支付周转必然要在信贷基础上加以组织的特点，监督经营单位的全部货币收付。苏联 1930—1932 年的信贷改革就是基于这样的要求进行的。其要点可归结如下：

（1）取消商业信用，即禁止企业经营单位相互之间发生任何信用关系。其目

的是使企业经营单位不可能在财政、银行之外有补充的资金来源。

（2）集银行各种职能于国家银行一身。这首先就意味着，信贷只由一家分支机构遍布全国的银行提供；同时，任一经营单位只能在该行的一个分支机构开立可以取得贷款的账户，以保证只能从一个来源获得信用资金的这条原则得以贯彻。在苏联这叫做“禁止平行银行信贷”。

由于经营单位的存贷款账户以及机关团体部队学校等预算拨款单位的经费账户都在一家银行开立，所以一切转账结算也必然只能通过该银行进行，而它们所需要的现金也只能从这家银行提取。按照苏联的做法，国家银行就成为三大中心：信贷中心、结算中心和现金中心。

（3）银行有权对结算过程进行监督，发现并杜绝不按计划进行的支付周转，以便从资金运动和货币支付角度发现并制止任何不按计划进行的经济活动。

（4）银行严格按照规定控制现金的提取。现金主要是用于工资支付、农产品收购以及国有企业和国家机关的小额支付。其目的则是使现金主要服务于居民的消费品分配，同时杜绝国家企事业单位利用现金收付摆脱银行通过转账过程的监督。

（5）未并入国家银行的其他银行改组成几个专业银行。这几个专业银行，名为银行，其任务则只是执行国家预算在基本建设投资方面的拨款并对拨款的全过程进行监督。

概括地说，全部信用改革的目标就是：利用信贷及其相关职能，严格控制和监督企业经营单位只能按中央统一的计划进行活动。就这点来说，列宁的指导思想是得到了充分的体现。但是对国民收入的集中性分配，其主要部分是在财政，而不在银行；对财政来说，银行是处于配合的地位。在这方面，与列宁的设想则是大有出入的。

苏联的这种高度集中的国家银行大一统模式，是与其高度集中的中央计划体制相适应的。在上个世纪30年代的建设中，在40年代卫国战争时期的战时经济中，以及在战后的经济恢复中，都发挥过有力的作用。第二次世界大战后，东欧各国也都按照苏联模式建立起高度集中的计划经济体制以及与之相适应的高度集中的国家银行体系。然而实践证明，这种银行大一统模式，与其高度集中的中央计划体制一样，是低效率的，从而没有存在的根据。

附录三　中国社会主义金融体系的建立及改革开放后第一阶段的金融改革

建国前夕旧中国的金融体系

1949年中华人民共和国建国前夕存在着两个平行的对立金融体系：国民党统治区的金融体系和共产党领导下的解放区的金融体系。

国民党统治区的金融体系由以下几个环节构成：

官僚资本的"四行二局一库"占有垄断地位。四行中首先是1928年国民党政府建立的中央银行——国民党统治区银行体系中起中央银行作用的银行。其次是在清末已经成立的中国银行和交通银行。这两家银行由于参入"官股"而为国民党政府所控制。再有是1935年成立的农民银行。二局是指1930年和1935年分别建立的邮政储金汇业局和中央信托局。一库是指1946年成立的中央合作金库。

此外，官僚资本的银行还有由地方官办的地方银行等。据1946年的统计，国民党统治下的银行共3 489家，其中官营的占2 446家，"中中交农"四行包括在内。

中国的民族资本主义银行是从19世纪末叶20世纪初叶逐步发展起来的。由于中国民族资本主义的软弱，所以民族资本银行也先天不足。它们投入民族工业的资金微乎其微，而一直主要从事公债、地产等投机活动。20世纪30年代后期起，在战争和通货膨胀之中，它们更主要是靠投机活动维持。再加上官僚资本的排挤，到建国前夕，它们的资力已经非常薄弱。

19世纪40年代，外国资本即已在中国开设银行。最初开设的是一家英国资本的丽如银行（后改称东方银行）。以后则有英、美、法、德、俄、日等各国的银行相继在华设立分支机构。这些银行除经营中国的对外结算和出入口信贷乃至发行银行券外，后来更主要的是经营对中国的奴役性贷款，并从而攫取了很多控制中国财政经济命脉的特权。通过第二次世界大战，美英特别是美国的金融势力代替了其他各国银行的势力，其作用形式也有所变化，主要是在幕后对中国金融体系实现控制。

至于在广大农村则是高利贷的天下。关于这方面的状况，在第二章第二节已有所说明。

与国民党统治区金融体系相对立的是解放区的金融体系。由于在农村建立了

革命根据地并且要从经济上巩固革命根据地，必须发行自己的货币，相应地也必须建立起发行货币的银行。除了发行货币、进行货币斗争外，银行也发放农业贷款，这对于维持贫苦农民的简单再生产和帮助他们抵制高利贷剥削起了很大的作用。抗日战争期间，在某些革命根据地还出现过个别信用合作组织。

新中国金融体系的建立

新中国金融体系的建立是通过组建中国人民银行、合并解放区银行、没收官僚资本银行、改造私人银行与钱庄，以及建立农村信用合作社等途径实现的。

新中国金融体系的诞生以中国人民银行的建立为标志。它的建立和各解放区的银行先后并入中国人民银行并成为中国人民银行在各地的分支机构，与人民币的发行和用人民币先后收兑各解放区的货币，是同一个过程。在没有中国革命的经验之前，夺取政权的无产阶级没有自己的银行似乎是不言而喻的事。但中国独创的革命道路却创造了新的经验：那就是用通俗语言所说的，中国的革命者带着自己的银行进城。这个特点使新建的人民民主专政国家有可能迅速而有效地运用金融工具为自己的政治目标服务。

对旧的金融机构的政策，在上个世纪中叶的革命胜利前，早有原则的规定，那就是“大银行、大工业、大商业，归这个共和国的国家所有”[①]。当革命取得胜利之际，结合具体情况，没有对银行业采取一概国有化的方针，而是分别情况、分别对待。

根据没收一切官僚资本财产为国家所有的总政策，对官僚资本的银行——这包括国民党政权的中央银行、省市地方银行和资本全部属于官僚资产阶级的商业银行——及其他金融机构采取由中国人民银行接管的措施。其中的交通银行和中国银行根据它们过去的业务经营特点分别改组为专业银行：交通银行改组为长期投资银行，中国银行改组为外汇专业银行（交通银行没有几年即停止了经营活动）。没收、接管了在金融领域举足轻重的官僚资本银行，也就立即确立了中国人民银行在金融领域中的主导地位。至于官僚资本银行及“官商合办”银行中的私人股份权益则予以保留。

根据对待民族资本的总政策，对民族资本银行和钱庄则允许它们保存下来，由国家对之进行严格监督与管理，并逐步通过国家资本主义形式实行社会主义改造。解放之初，私营工商业还占有相当大的比重，保留私营行庄使之进行信用服务尚有必要；同时，民族资本行庄的力量有限，也不足以操纵国计民生。但由于

① 《毛泽东选集》，2版，第2卷，678页，北京，人民出版社，1991。

它们终归是金融企业，对经济生活的影响较为广泛，所以对它们的社会主义改造进程快于一般的私人资本主义工商业。通过一些过渡形式，所有的私人行庄，于1952年12月，组成了统一的公私合营银行，完成了私人金融业的社会主义改造。1955年公私合营银行确定专营储蓄，并分别与中国人民银行有关机构合并。

建立和发展农村信用合作组织是新中国金融体系形成的一个特点。旧中国经济落后，新式银行势力尚未广泛深入农村，大部分农村还是高利贷活动的阵地。在这种情况下，要依靠银行机构下伸农村，必将是个漫长的过程。由于在根据地已经有建立信用合作社的经验，遂号召在农村大力发展集体性的信用合作组织。信用合作组织采取过信用互助组、供销社信用部、信用合作社等形式，其中信用合作社是其高级形式。到1955年下半年，在党政的推动下，信用合作社已在全国范围内基本上做到了乡乡有社，并在乡以下设立了信用分社或信用站，成为社会主义银行体系在农村联系几亿农民的庞大金融网。

我国社会主义金融体系的创建是有自己的特点的。直到1953年以前，基本上是以中国人民银行为核心和骨干，但仍保存几家专业银行和其他金融机构的体系格局。在当时特定的历史条件下，这种格局有利于国民经济的迅速恢复，并有力地支持了国有经济的发展。

“大一统”模式的金融体系

从1953年我国开始大规模有计划地发展国民经济以后，便按照苏联模式实行高度集中的计划管理体制及相应的管理方法。与此相适应，金融机构也按照当时苏联的银行模式进行了改造，并建立起一个高度集中的国家银行体系。后来我们把它简称为“大一统”的银行体系模式。这个体系一直延续到70年代末开始改革之际。

金融领域的“大一统”格局取决于高度集中的财政信贷管理体制。那时，由于在整个经济体制上是按照苏联模式创造的，所以财政信贷管理体制也基本上采取了苏联的做法。这包括对国有企业资金的财政信贷分口管理；取消商业信用，集中信用于国家银行；规定企业只能从国家银行的一个分支机构取得信贷；取消多种结算方式及其流通工具，实行服务于指令性计划的几种固定结算方式；实行严格的现金管理；信贷资金实行自上而下的严格计划管理，相应地银行内部实行统收统支、统存统贷的资金管理制度，等等。显然，这样的财政信贷体制顺理成章地要求有一个“大一统”的金融体系为落脚点，即各类金融机构的集中统一，各种金融业务职能的集中统一，银行内部上、下级间的集中统一。在这段时期内，形式上也曾有中国人民银行以外的金融机构存在，但都未否定“大一统”的

单一格局。比如，中国银行虽然一直保持独立存在的形式，但它实际上只不过是经办中国人民银行所划出的范围极其确定的对外业务，有一段时间则直接成为中国人民银行办理国际金融业务的一个部门。

中国建设银行（原中国人民建设银行）于1954年成立的，是在财政部领导下专门对基本建设的财政拨款进行管理和监督的机构。虽然它组织结算和发放一些有关基建方面的贷款，但就其执行财政拨款的主任务来说，并不是本来意义的银行，不能算作真正的金融机构。

1955年和1963年曾两度成立中国农业银行。这既反映出农村金融有一个广大的阵地，同时更反映出农村金融工作有很多特点需要独立地处理。但单独成立机构与"大一统"的框架是矛盾的，所以每次只存在很短时间，就又都服从于"大一统"要求，重新并入中国人民银行。

中国人民保险公司成立于1949年，最初隶属于中国人民银行。从1952年起，按苏联做法划归财政部领导。1959年全面停办国内保险业务，进行清理，并转交中国人民银行国外局领导，专营少量国外业务。虽然对外仍挂保险公司的牌子，但难以称得上是一个独立的金融机构。

至于农村信用合作社，本是作为集体金融组织发展起来的。后来实际上成为国家银行在农村的基层机构，且许多地方直接与银行在农村的营业所合二为一。

对20世纪70年代末改革开放以前的"大一统"金融体制可作这样的概括：中国人民银行实际上是那时我国惟一的一家银行；它的分支机构按行政区划逐级普设于全国各地，各级分支机构按总行统一的指令和计划办事；它既是金融行政管理机关，又是具体经营银行业务的经济实体，是作为政权机构和金融企业的混合体而存在；它的信贷、结算、现金出纳等制度，其设计的出发点都是为了严格监督和保证中央高度集中的计划任务的执行和实现。

金融体制是经济体制的组成部分，"大一统"金融体制正是高度集中的计划经济管理体制的必然产物。在这种特定的经济体制下，"大一统"的金融体制指挥协调如意，便于政策贯彻，利于全局控制。在第一个五年计划期间，在60年代初的三年经济调整期间，这种金融体制曾十分明显地表现出自己的效率和优点。问题是，高度集中的计划经济模式与社会生产力发展的要求不相适应，不能使社会主义制度的优越性得到应有的发挥。突出的一点是统得过多过死，忽视商品生产、价值规律和市场的调节作用。就这样的思路和标准来观察，"大一统"金融模式的缺点就暴露出来了，那就是只靠行政手段不用经济手段，从而整个金融系统缺乏活力，尤其是缺乏自主权的基层金融机构，更无法发挥主动性、积极性。当然，在改革开放以前，也经常听到对银行在信贷等方面管得过死的抱怨，

如抱怨"打油的钱不许打醋"等。但只有当发展社会主义商品经济和发挥社会主义企业活力的方针提上日程的时候，克服这种缺点的金融体制改革才有其现实性和迫切性。

改革开放后到90年代初期的金融改革

党的十一届三中全会以来，随着经济体制改革的全面铺开以及向纵深的不断推进，在金融领域也进行了一系列改革，其中对金融机构体系的变革就是一项极为重要的内容。

1979—1993年可以视为金融改革的一个阶段。在这一阶段，主要是突破过去那种高度集中型的金融机构体系。

概括说来，有这样几个方面：

（1）建立独立经营、实行企业化管理的专业银行。1979年2月，为适应首先开始于农村的经济体制改革，振兴农村金融事业，加快农业的发展，遂再次恢复中国农业银行；中国人民银行的农村金融业务全部移交中国农业银行经营。1979年3月，专营外汇业务的中国银行从中国人民银行中分设出来，完全独立经营。这是适应对外开放和对外经济往来迅速发展要求的必然结果。1979年，中国人民建设银行也从财政部分设出来。最初的一项变革，是于同年下半年开始进行的基本建设投资拨款改贷款（简称"拨改贷"）的试点。1983年进一步明确建设银行是经济实体、是全国性的金融经济组织，除仍执行拨款任务外，同时开展一般银行业务。最后从中国人民银行分设出来的一个专业银行是中国工商银行。它的成立是建立中央银行体制的一个关键性步骤。

专业银行独立出来成为经济实体，要求它们在各自分工的领域内按信贷规律办事，实行企业化经营。但它们是全国性的国家银行，担负着执行国家政策的任务，因而又很难充分实现这些要求。

（2）成立投资信托类型的金融机构。1979年10月，在经济体制改革迅速推进和对外开放的大背景下，成立了中国国际信托投资公司；1981年12月，成立了专司世界银行等国际金融机构转贷款的中国投资银行。自1980年始，银行大办信托；自1983年上海市成立上海市投资信托公司开始，各省市相继成立地方性的投资信托公司和国际信托投资公司。此后，还相继出现过各种类型的信托投资金融机构，如1985年成立的经营新技术风险投资的中国新技术创业投资公司（*已于1998年依法关闭*），等等。

上个世纪80年代前期，银行、部委、地方纷纷办信托，其背景是：随着经济体制的改革，扩大了企业自主权，有了可以自己支配的资金；财政实行分灶吃

饭，地方机动财力增强，机关单位实行经费包干，也有了结余留用款项。同时，各种形式的经济联合组织、中外合资企业、华侨及港澳工商业者投资的企业大量涌现。在这种形式下，资金此多彼少，希望得到调剂余缺的要求相当迫切。调剂资金余缺，这本是银行的本业。但由于当时银行尚未从计划体制中解脱，再加上僵化的利率政策，遂使绝大多数信托业走上以信托为名，实则经营银行业务的这条扭曲之路。如第三节所指出，这类金融机构，到现在，如何定位还有不短的路要进行摸索。

（3）农村信用合作社的变化和城市信用合作社的发展。关于农村信用合作社的演变情况，在第三节已经讲述过，这里不再重复。与农村信用合作社在改革开放前即已存在多年的情况不同，城市信用合作社是改革后才在城市中出现的金融组织。第一家城市信用合作社是在河南驻马店成立的。1984 年后，大中城市也相继成立信用合作社。由于大多并不具有真正合作金融的性质，从而走上了合并、改组、而成为城市小商业银行的道路。只要客观经济生活确有对合作金融的需求，城市信用合作社还是有存在前景的。

（4）由于对外开放，提出了外国金融机构设立驻华办事处的问题；由于特区的建立，提出了外资、侨资、合资在特区设立银行和外资银行在华设立分支机构的问题。1980 年即开始允许外国金融机构设立驻华办事处；特区外资、侨资、合资银行从 1981 年开始开设；90 年代初，从浦东开发区开始，准许外资银行在华设立分支机构。

（5）“大一统”银行体制转化为中央银行体制。这是最核心的一环。

专业银行的开始分设，投资信托金融机构的出现并显示出迅速发展的势头，信用合作社要求恢复其独立性并向城市扩展，这一切都显示出“大一统”的金融体制正在向多类型、多层次的格局演变。由于原来不独立的金融机构独立了，原来没有的金融机构出现了，并且还有着继续扩展的趋势，这就使得金融领域中协调、疏导、管理的问题上升到一个重要的位置。再加上外国金融机构在华的活动和外资、侨资在华设立银行等问题，更加重了金融管理的任务。但是，中国人民银行仍然一身兼二任：一面要担负对金融全局进行调控和金融管理的职责，同时还负担着占全国银行业务极大比重的工商企业信贷业务和城镇储蓄存款业务。在这种情况下，很难做到既顾及经营其繁重的具体业务，又不贻误全局调控和行政管理的职责。而且，就其办理具体业务这个角度来说，与其他已经独立的各专业银行间存在的是业务分工关系，从而很难以管理全局的超脱地位来处理在业务分工方面所难以避免的矛盾。

在这样的背景下，1983 年 9 月国务院决定：中国人民银行专门行使中央银

行职能；另设中国工商银行办理中国人民银行原来所办理的全部工商信贷业务和城镇储蓄业务。1984 年 1 月，中国工商银行正式成立。稍后，在改革前实际只是作为中国人民银行国外保险业务处的中国人民保险公司，也从中国人民银行独立出来。

中国人民银行完全摆脱具体银行业务这一步骤标志着我国金融机构体系变革的重大转折，即中央银行体制的正式建立。

（6）其他商业银行的建立是建立中央银行之后的一项重要措施。在 80 年代中期，经济生活多方面突破了计划体制的框子，日显活跃。而四家国有商业银行仍然在计划管理的格局下运作，难以适应客观经济对金融方面的需求。正是在这样的背景下，在四大银行之外试办几家银行的设想得以付诸实践。从一开始，它们就逐步突破了四大银行在业务经营上的一些条条框框的限制，显示了活力。发展到今天的状况，在第三节已有说明。总的看来，它们在商业银行体系中，将是与四大国有独资银行相并行的全国性银行，而与完全地方性的城市商业银行相区别。

1993 年之后展开的金融改革。背景是建设社会主义市场经济体制的目标明确提出。这一阶段的改革仍处于进程之中。

[复习思考题]

1. “金融中介”所指的范围有大有小，通常使用的口径有几个？

2. 对金融中介机构的分类有种种标准。对它们进行分类为什么很不容易？

3. 试分门别类说明我国当前金融机构体系的构成，并同主要西方国家的金融机构体系比较：共同之处有哪些方面；主要差异可归结为几点。

4. 比较直接融资市场和间接融资市场上金融中介的异同，试分析这两种金融中介在我国的发展状况。

5. 了解改革开放以来我国金融机构体系的变化，分析变化的原因和未来的发展趋势。

6. 为什么说，金融中介机构多样化是市场经济发展的客观要求？我国有庞大的金融机构体系，为什么还广泛存在着“民间借贷”？

7. 你是否了解我国在几个国际金融机构中的活动状况？

第九章

存款货币银行

第一节 存款货币银行的产生和发展

存款货币银行名称的由来

在金融中介体系中，能够创造存款货币的金融中介机构，国际货币基金组织把它们统称为存款货币银行（deposit money banks），而不论其具体采取的称呼为何。西方国家的存款货币银行主要指传统称之为商业银行或存款银行的银行；我国的存款货币银行包括国有商业银行、政策性银行中的中国农业发展银行、其他商业银行、信用合作社及财务公司等金融机构。

追本溯源，存款货币银行有极为久远的发展历程。

古代的货币兑换和银钱业

随着商品货币关系的推进，在古代的东方和西方，都先后有货币兑换商（money dealer）和银钱业（banking）的发展。它们的职能主要是：

（1）铸币及货币金属块的鉴定和兑换：由于小国林立，各国铸币单位不同；同一体制的铸币也由于铸造分散，往往成色各异、重量不一。要进行交易，必须进行兑换。至于在流通货币金属块的情况下，如中国的白银流通，不仅各地白银的成色有别，而且衡制也有差异，更需鉴定和换算。

（2）货币保管：货币持有者常常需要有一个安全处所保管自己的货币。原因可能是为了储存，也可能是经营过程中的暂时需要。委托保管与现代存款不同，不仅得不到利息，而且还要缴纳保管费。

（3）汇兑：往来于各地的商人，为了避免长途携带货币的风险，委托它们汇兑，即在此地把货币交给它们，然后持它们的汇兑文书到彼地所指定的处所提取货币。

随着兑换、保管、汇兑业务的发展，这些古老的银钱业主手中聚集了大量的货币。在这样的基础上，自然而然地也就发展了贷款业务。当他们不仅依靠上述古老业务所聚集的货币资金贷款，而且还要靠向货币持有者以提供服务和支付利息为条件吸收存款来扩展贷款业务时，则意味着古老的银钱业向现代银行业的演变。但是质的转化是直到资本主义关系开始发展之后才完成的。

在西欧，很早就有关于古代银钱业的记载。如公元前2000年的巴比伦寺庙、公元前500年的希腊寺庙均已有经营金银、发放贷款、收取利息的活动；公元前400年在雅典，公元前200年在罗马帝国，也有这类银钱业的活动。

中国关于古代高利贷的记载颇多，关于官府放贷机构的记载也较早，但关于银钱业的记载则较晚。较早的记载是南北朝之际寺庙经营典当业。有关这方面的大量记载始于唐代：有经营典质业的质库，有保管钱财的柜房，有打制金银饰物和经营金银买卖的金银铺；至于汇兑业务，不仅有商人经营，更主要的是由官府经营；此外还有专门放债收息的官府机构。经过宋、元，到明、清两代，钱庄、银号、票号先后兴起，银钱业有长足发展。但由于封建社会的长期停滞，中国古老的银钱业一直未能自我实现向现代银行业的跨越。

所以，对于现代银行业（banking）的兴起，还需要从西方考察。

现代银行的产生

中世纪，欧洲各国国际贸易集中于地中海沿岸各国，意大利处于中心地位。在此期间，意大利的威尼斯和其他几个城市出现了从事存款、贷款和汇兑业务的机构。但它们贷款的大部分是贷给政府的，并具有高利贷的性质。商人很难从它们那里获得贷款，即使获得贷款，也会因为要支付高额利息而使自己的经营无利可图。为了摆脱高利贷的束缚，威尼斯和热亚那的商人曾经创设过信用合作社。

16 世纪，西欧开始迈进资本主义时期。1580 年，在当时世界商业中心意大利建立的威尼斯银行成为最早出现的近代银行，也是历史上首先以“银行”为名的信用机构。此后，相继出现的有米兰银行（1593 年）、阿姆斯特丹银行（1609 年）、汉堡银行（1619 年）、纽伦堡银行（1621 年）、鹿特丹银行（1635 年）等。这些银行最初只是接受商人存款并为他们办理转账结算，后来开始办理贷款业务。但它们所经营的仍然是那些有高利可图并且主要是以政府为对象的贷款业务。显然，这仍然不能适应资本主义工商企业发展的需要。所以，客观上迫切需要建立起能够服务、支持和推动资本主义扩大再生产的资本主义银行。

资本主义银行体系是通过两条途径产生的：一是旧的高利贷性质的银行业逐渐适应新的经济条件而转变为资本主义银行；二是按资本主义原则组织起来的股份银行。起主导作用的是后一条途径。1694 年，在英国政府支持下由私人创办的英格兰银行是最早出现的股份银行。它的正式贴现率（discount rate）一开始就规定为 4.5%～6%，大大低于早期银行业的贷款利率。英格兰银行的成立，标志着现代银行制度的建立，也意味着高利贷在信用领域的垄断地位已被动摇。至于各资本主义国家纷纷建立起规模巨大的股份银行，则是在 18 世纪末到 19 世纪初这段期间。

旧中国现代商业银行的出现、发展及构成

当西方资本主义国家先后建立起自己新的银行体系时，中国信用领域内占据统治地位的依旧是高利贷性质的票号和钱庄。直到 1845 年在中国才出现第一家新式银行，而且是一家外国银行，即英国人开设的丽如银行。从这以后至 19 世纪末，英国的其他银行以及各帝国主义列强的银行，相继到中国设立了一批分行。

最初，助长中国自身银行业产生和发展的主要社会条件是：外国资本主义在华贸易的发展，使得集中到沿海、沿江通商口岸和各大城市的资金要求有新式金融机构——银行——对之进行调剂；兴办工矿交通事业以挽回利权运动的高涨刺激了国民兴办银行的愿望；同时，清政府基于财政需要也想兴办银行。中国自办的第一家银行是 1897 年成立的中国通商银行。它的成立标志着中国现代银行信用事业的创始。这家银行是以商办面目出现的股份银行，但实质上受控于官僚、买办。1904 年成立了官商合办的户部银行（1908 年改为大清银行，1912 年又改为中国银行）；1907 年设立了交通银行，亦为官商合办性质。与此同时，一些股份集资或私人独资兴办的较典型的民族资本商业银行也陆续建立。第一次世界大战及其以后的几年，随着民族资本主义工商业的发展，中国的私人银行业有一个

发展较快的阶段，仅在1912—1927年间就新设立186家。中国的私营银行业终究是发展起来了。

1927年以后，在国民党当政期间，系统地开始了官僚资本垄断全国金融事业的进程，其中包括以多种形式渗入和控制国内各大商业银行。旧中国，主要的商业银行，除由国民党政府直接控制的中国银行、交通银行和中国农民银行外，有被人称为"小四行"的中国通商银行、四明银行、中国实业银行和中国国货银行，它们是官商合办的商业银行；有江浙财团的"南三行"——浙江兴业、浙江实业和上海商业储蓄银行，它们也受到官僚资本的控制；有被人称为"北四行"的盐业银行、金城银行、中南银行、大陆银行，它们虽未被官僚资本直接控制，但实际上也并非是全然独立的。此外，还有几家较大的商业银行以及众多的中小商业银行，它们也都或多或少，或直接或间接地受控于国民党官僚资本银行体系。

商业银行的作用

在资本主义经济中，商业银行区别于一般资本主义工商业的地方，在于它的特定经营活动内容和特定职能作用。

(1) 充当资本家之间的信用中介：通过吸收存款，动员和集中社会上闲置的货币资本，再通过贷款或投资方式将这些货币资本提供给经营产业的资本家使用，银行成为货币资本贷出（loaning）者与借入（borrowing）者之间的中介人。这有助于充分利用现有的货币资本。

(2) 充当资本家之间的支付中介：通过为各个资本家开立账户，充当资本家之间货币结算与货币收付的中间人。在这里，银行是以资本家的账户和出纳的资格出现的。由此可加速资本周转。

(3) 变社会各阶层的积蓄和收入为资本：将原来并非资本而预定用做消费的积蓄和收入，通过银行汇集起来，提供给企业作为资本运用。这可以扩大社会资本总额。

(4) 创造信用流通工具：在上述各项业务的基础上，商业银行成为银行券和存款货币的创造者。发行银行券的权利后来被取消了，但在组织支票转账基础上对存款货币的创造，则在经济生活中发挥着日益重要的作用。对于存款货币的创造，将在第十二章讨论。

概括起来说，最能体现银行特点的是其作为借与贷的中介作用。马克思曾这样表述：银行"以货币资本的实际贷出者和借入者之间的中介人的身份出现……

银行一方面代表货币资本的集中，贷出者的集中，另一方面代表借入者的集中”[①]。

第二节 存款货币银行的类型与组织

存款货币银行，如前所述，在西方市场经济国家中主要是指商业银行。这里先从商业银行谈起。

西方商业银行的类型

按资本所有权划分，可将商业银行分为私人的、股份的以及国家所有三种。私人商业银行是由若干出资人共同出资组建的，其规模较小，在现代商业银行中占比重很小；股份制商业银行是以股份公司形式组建的，是现代商业银行的主要形式；国有商业银行由国家或地方政府出资组建，这类银行规模较大，如我国的四大国有银行。

按业务覆盖地域划分，可将商业银行分为地方性银行、区域性银行、全国性银行和国际性银行。地方性银行是以所在的社区客户为服务对象的商业银行，例如各城市商业银行；区域性银行是以所在城市、区域为主要市场的商业银行；全国性银行是指其服务范围可扩及全国；国际性银行是指世界金融中心的银行，它以国际机构客户为主要业务对象，如巨大的跨国银行。

按经营模式可将商业银行分为职能分工型银行（functional division commercial bank）和全能型银行（multi-function commercial bank）。所谓职能分工，其基本特点是，法律限定金融机构必须分门别类各有专司：有专营长期金融的，有专营短期金融的，有专营有价证券买卖的，有专营信托业务的，等等。职能分工体制下的商业银行，与其他金融机构的最大差别在于：（1）只有商业银行能够吸收使用支票的活期存款；（2）商业银行一般以发放1年以下的短期工商信贷为其主要业务。美国、日本等国家的商业银行在大危机后长达60多年的时间里都采用这种模式。全能型商业银行，又有综合型商业银行（comprehensive commercial bank）之称，它们可以经营一切银行业务，包括各种期限和种类的存款与贷款以及全面的证券业务等。始终采用全能型商业银行模式的国家以德国、奥地利和瑞士等国为代表。

---

① 《马克思恩格斯全集》，第25卷，453页，北京，人民出版社，1974。

职能分工型模式我们称之为分业经营、分业监管模式；相对应，全能型模式则称之为混业经营、混业监管模式。

商业银行的组织制度

由于各国政治经济情况不同，商业银行的组织制度也各有特点。

（1）单元银行制度、单一银行制度（unit banking system）：指业务只由一个独立的银行机构经营而不设立分支机构的银行组织制度。目前只有美国还部分地存在这种模式。美国曾长时期地实行完全的单一银行制，不许银行跨州经营和分设机构，甚至在州内也不准设分支机构。随着经济的发展，地区经济联系的加强，以及金融业竞争的加剧，这类限制已大大松动，并显示单一制向分支行制发展的趋势已经确立。

（2）总分行制度、分支行制度（branch banking system）：指银行在大城市设立总行，并在该市及国内或国外各地设立分支行的制度。在这种体制下，分支行的业务和内部事务统一遵照总行的规章和指示办理。目前世界各国一般都采用这种银行组织制度，其中尤以英国、德国、日本等为典型。比如，英国四家最大的清算银行都各拥有3 000家以上的分支机构。

尽管目前大多数国家都采用这种银行组织形式，并且未采取这种形式的也有向这个方向发展的趋势，但就其优劣而论，却依然有不同见解。这是专门课程研究的内容。

（3）代理行制度（correspondent banking system）：代理行制度也有往来银行制度之称，指银行相互间签有代理协议，委托对方银行代办指定业务的制度。被委托的银行为委托行的代理行，相互间的关系则为代理关系。一般地说，银行代理关系是相互的，因此互为对方代理行。在国际之间，代理关系非常普遍。至于在各国国内，代理制最为发达的是实行单元银行制的美国，可以说，正是这种代理制度解决了不准设分支机构的矛盾。不过，就是在实行总分行制的国家中，银行之间也存在着代理关系。

（4）银行控股公司制度（share holding banking system）：银行控股公司也有银行持股公司之称，一般是指专以控制和收购银行股票为主业的公司。从立法角度看，控股公司拥有银行，但实际上控股公司往往是由银行建立并受银行操纵的组织。大银行通过控股公司把许多小银行，甚至一些企业置于自己的控制之下。

银行控股公司形式从20世纪初开始发展。但当时规模较小，家数不多。只是在第二次世界大战后，特别是最近二三十年，这一组织形式才急剧增长起来，而近年的发展又尤为引人瞩目。这种银行组织制度在美国最为流行，并且有着为

数众多的、仅持有一家银行股票的控股公司，也叫单一银行控股公司。目前，美国的银行控股公司可以直接或间接经办诸如各种放款、投资、信托、租赁、保险、咨询和信息服务等多种金融业务，并可获准在其他行业中设立与银行业务有密切关联的子公司、如金融公司、电子计算机服务公司、信用卡公司、证券经纪人贴现公司等。现在，几乎所有的大银行都归属于银行控股公司。

在美国，还发展起连锁银行制度（chains banking system）。这是指两家以上商业银行受控于同一个人或同一集团但又不以股权公司的形式出现的制度。连锁银行的成员多是形式上保持独立的小银行，它们通常环绕在一家主要银行的周围。其中的主要银行为集团确立银行业务模式，并以它为中心，形成集团内部的各种联合。

中国存款货币银行的类型和组织

国有独资商业银行在其作为国家专业银行阶段，就经营模式来说，介于职能分工型和综合型之间，而职能分工的色彩较浓。至于交通银行等其他商业银行，不少曾是综合性经营类型。1995 年，我国明确了对金融业实行“分业经营，分业管理”的体制，因而目前我国存款货币银行均属职能分工型。

就组织形式来说，国有独资商业银行及其他商业银行都实行总分行制，且虽然各有分支机构，但代理业务在各行之间相当普遍。一些地方性商业银行，不允许在外地设立分支机构。

至于信用合作社与财务公司，作为存款货币银行，它们只是具有一些基本特征，但很不完整。它们的业务经营均被约束在有限的范围之内，而且一般不准设立分支机构。

中国农业发展银行，作为存款货币银行，其组织类型也是总分行制。

根据规定，凡实行总分行制的，总行对其分支机构均实行全行统一核算，统一调度资金，分级管理的财务制度。分支机构一律不具有法人资格，在总行授权范围内依法开展业务，其民事责任由总行承担。

第三节　存款货币银行的负债业务

负债业务

存款货币银行的负债业务(liability business)是指形成其资金来源的业务。其全部资金来源包括自有资金和吸收的外来资金两部分。自有资金包括其成立时发

行股票所筹集的股份资本以及公积金和未分配的利润。这一部分也称权益资本。

我国存款货币银行的主体是国有独资商业银行，它们的自有资金有国家拨付的，有国家核准从利润中积累的。一般说来，存款货币银行的资金来源中自有资金所占比重很小，不过却是吸收外来资金的基础。外来资金的形成渠道主要是吸收存款，向中央银行借款，向其他银行和货币市场拆借及从国际货币市场借款等，其中又以吸收存款为主。所以，在有的国家中，也有存款银行的称谓。

吸收存款

吸收存款（deposit）的业务是银行接受客户存入的货币款项，存款人可随时或按约定时间支取款项的一种信用业务。这是银行的传统业务，在负债业务中占有最主要的地位。可以说，吸收存款是银行与生俱来的基本特征。如果不吸收存款，单纯靠银行极其有限的自有资本作为营运资金，则银行业务很难扩展，从而也谈不上存款货币银行的存在。

传统的分类方法将存款划分为活期存款、定期存款和储蓄存款三大类。当前实际生活中的存款名目繁多，但都不外乎是这三类存款的变种。

（1）活期存款（demand deposit, sight deposit）：指那些可以由存户随时存取的存款。存入这种存款的，主要是用于交易和支付用途的款项。企业、个人、政府机关、金融机构都能在银行开立活期存款账户。存款货币银行彼此之间也可开立这种性质的账户，称往来账户。

这种存款，支用时须使用银行规定的支票，因而又有支票存款（check deposit）之称。支票存款，在许多国家，允许超过存款金额——当然有约定的限额——签发支票。超过存款金额签发支票叫“透支（overdraft）”。

开立这种存款账户的目的是为了通过银行进行各种支付结算。由于支付频繁，银行提供服务要付出较高费用，所以一般不对存户支付利息。虽然活期存款时存时取，流动性很强，但存取错综交替之中总会在银行形成一笔相对稳定、数量可观的余额，是银行用于贷放的重要资金来源。

（2）定期存款（time deposit）：指那些具有确定的到期期限才准提取的存款。存入这种存款的是近期暂不支用和作为价值储存的款项。定期存款存入时，银行一般是向存户出具存单，也有采用存折形式的。由于定期存款期限较长，到期前一般不能提取，所以银行给予较高的利息。

定期存单最初都是由存户自己凭单取款。20世纪60年代以来，银行为了更广泛地吸收存款，推出了“可转让”的定期存单，这种存单于到期日前可在货币市场上转让买卖。

(3) 储蓄存款(saving):我们习惯称储蓄存款,在西方一般只称 saving,而不加 deposit 这个尾巴。这主要是针对居民个人积蓄货币之需所开办的一种存款业务。这种存款通常由银行发给存户存折,以作为存款和提款的凭证;一般不能据此签发支票,支用时只能提取现金或转入存户的活期存款账户。储蓄存款的存户通常限于个人和非营利组织,这些年来,也有逐渐放宽到允许某些企业、公司开立储蓄账户的。储蓄存款定期居多,但无论定期、活期,都支付利息,只是利率高低有别。

关于储蓄存款,有的国家严格限定只准专门的金融机构经营,存款货币银行以及其他金融机构则不准经营。也有较多的国家,储蓄业务准许存款货币银行经营。但是,(1) 对储蓄业务均有专门的法规管理,以保护小储户的权益;(2) 并不是任何金融机构均可获准经营。

在我国,国有商业银行以及其他存款货币银行的负债业务中,储蓄的地位十分突出。大力吸收个人储蓄历来都是我国金融工作中的一条重要方针。改革以来储蓄增幅一直很大,20 世纪 90 年代以来,储蓄存款在全部存款中的比重始终保持在 50% 以上。并且其中定期部分的比例既高而且稳定,为银行提供了大量长期性资金来源。从图 9—1 (a) 和图 9—1 (b) 中可了解这一情况。

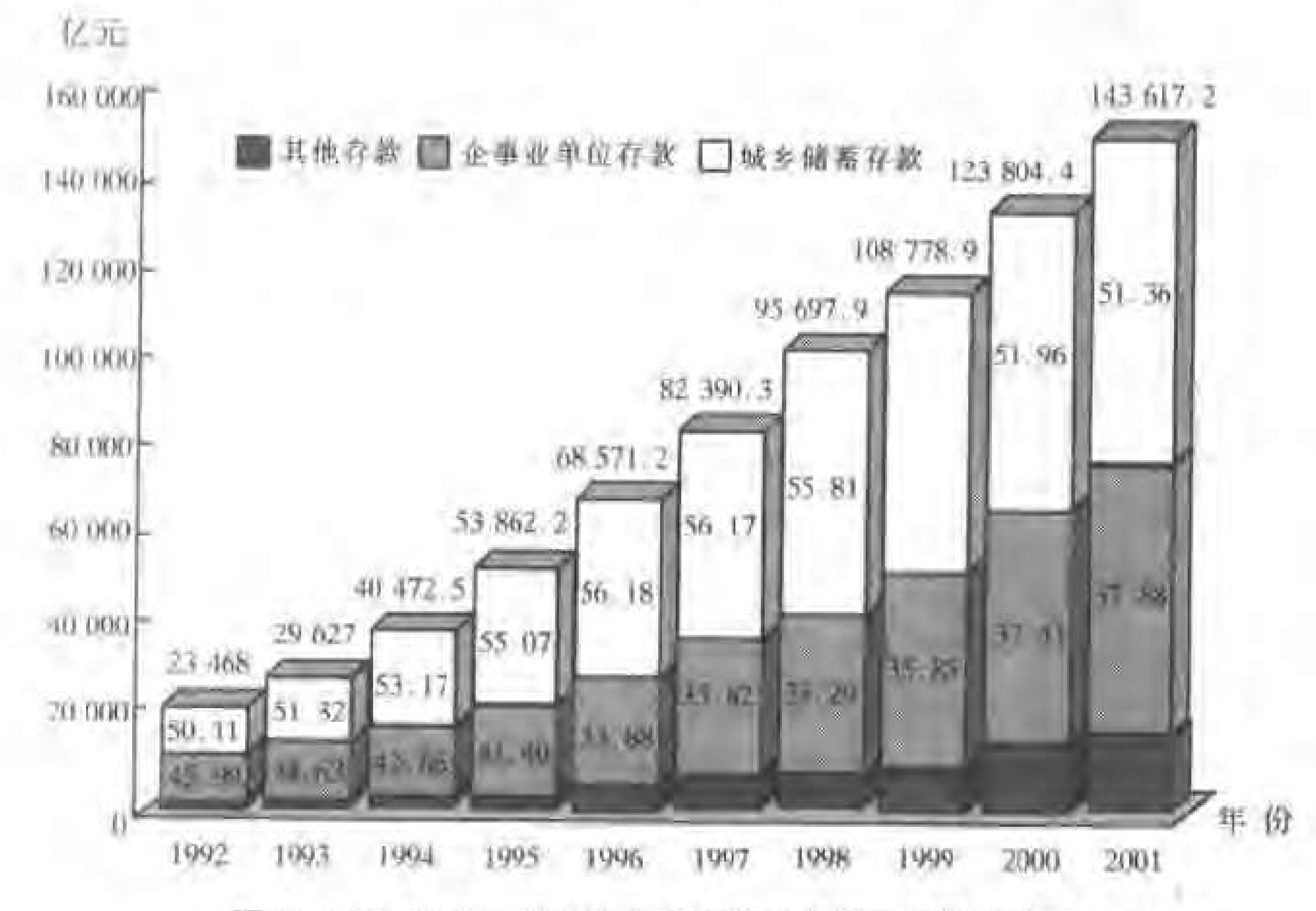


图 9—1(a) 1992—2001 年各项存款增长额及结构变化图

多年来，国有商业银行以及其他商业银行，为了扩展贷款业务，无不千方百计地致力于储蓄存款的吸收。为此，采取了广布储蓄网点、扩编揽储人员、增加储蓄种类、改进服务方式，提高服务质量等措施。

近年来，由于银行业务方面的创新，使得存款形式越来越多，出现了模糊上述三个类别之间界限的新形式或新趋向。这将在第七节介绍。

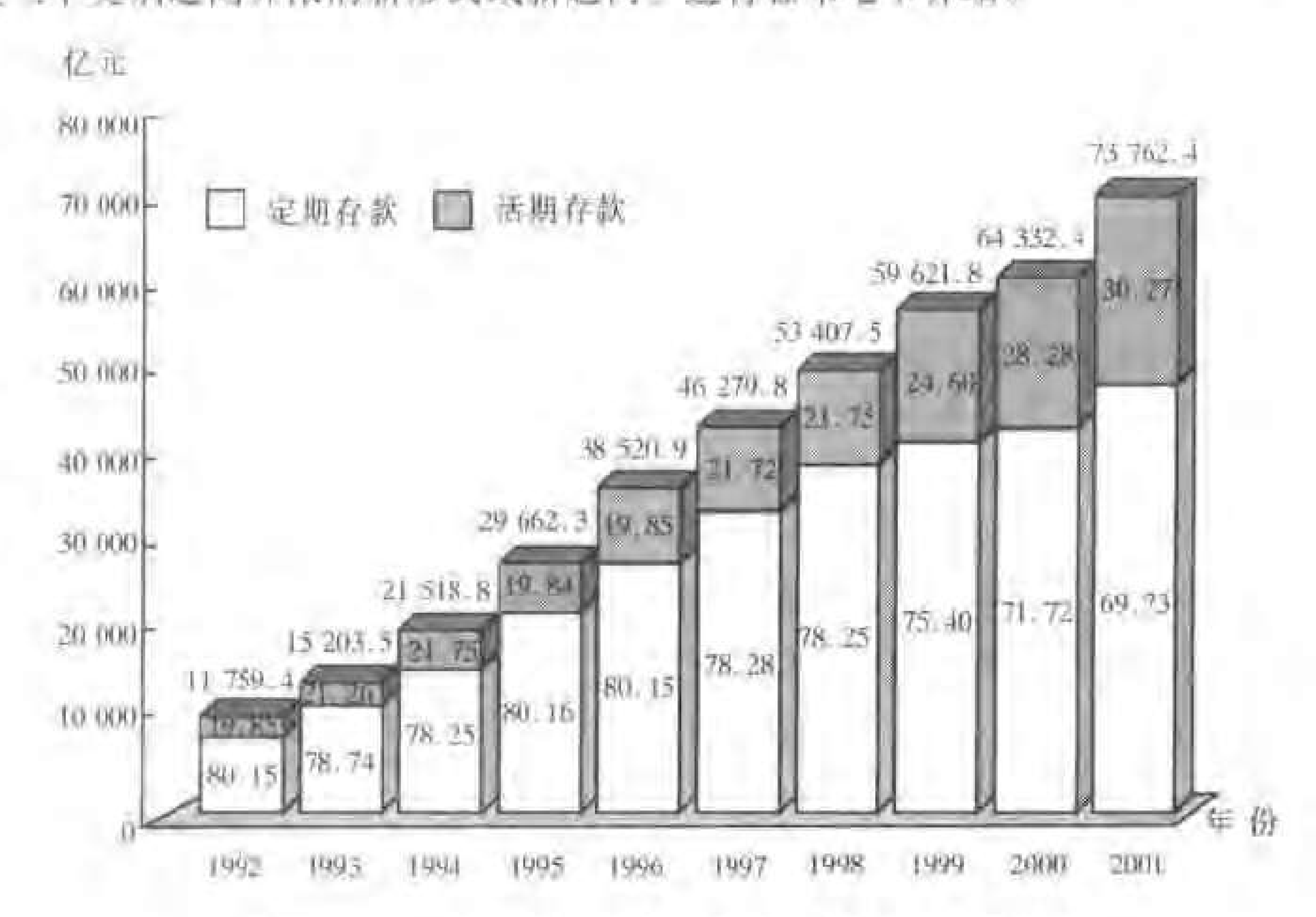


图 9—1(b) 1992—2001 年城乡居民储蓄存款增长情况图

存款结构的变化

第二次世界大战后，由于各国经济的发展，企业、个人收入的增加和银行业务的发展，存款货币银行的存款不断增加。20 世纪 60 年代以来，伴随着存款总额的增长，存款的结构也普遍发生了显著的变化，即定期存款（包括储蓄存款）的比重呈现出迅速上升的趋势，而活期存款比重则相对下降。表 9—1 是美国商业银行定期存款比重变化的统计数字。

表 9—1 美国商业银行定期存款和储蓄存款所占比重的变化 单位：10 亿美元

年份	存款总额	定期存款和储蓄存款总额	%
1961	194.5	74.6	38.4
1965	255.0	118.4	46.4
1970	346.9	175.7	50.6

续前表

年份	存款总额	定期存款和储蓄存款总额	%
1975	522.1	300.9	57.6
1980	770.5	475.5	61.7
1985	1 309.0	900.8	68.8
1990	1 817.0	1 305.2	71.8
1995	2 200.9	1 490.1	67.7
2000	2 770.8	2 229.8	80.5

资料来源：国际货币基金组织：《国际金融统计年报（2001)》。

其他负债业务

其他负债业务包括：从中央银行借款、银行同业拆借、从国际货币市场借款、结算过程中的短期资金占用等。

（1）从中央银行借款：存款货币银行资金不足，必要时可向中央银行借款。一般说来，存款货币银行向中央银行借款，其主要的、直接的目的在于缓解本身资金的暂时不足，而非用来营利。向中央银行借款主要有两种形式：一是再贴现(rediscount)，即把自己办理贴现业务所买进的未到期票据，如商业票据、短期国库券等，再转卖给中央银行；二是直接借款，即用自己持有的合格票据、银行承兑汇票、政府债券等有价证券作为抵押品向中央银行取得抵押贷款。

由于存款货币银行一般只是在必要时才向中央银行借款来解决其资金暂时不足的矛盾，因而无论从该项目在存款货币银行负债中的比重还是从在中央银行资产中的比重来看，在西方国家都很小。但在我国，由于体制的原因，该项目一直是国有商业银行一项比较重要的资金来源。比如 1996 年末，该项目金额在国有商业银行全部负债中占 23.7%，在中央银行全部资产中则高达 53.2%。不过从趋势看，明显趋于下降：2000 年底，相应数字分别是 8% 和 20.8%。

（2）银行同业拆借（inter-bank offered credit)：它是指银行相互之间的资金融通。在这种拆借业务中，借入资金的银行主要是用以解决本身临时资金周转的需要，一般均为短期的，有的只有一日——今日借，明日还。同业拆借的利率水平一般较低。

同业拆借或通过各存款货币银行在中央银行的存款账户进行，即通过中央银行把款项从拆出行账户划转到拆入行账户，或采取同业存款以及回购协议等形式进行。

（3）从国际货币市场借款：近二三十年来，各国存款货币银行，尤其是大的存款货币银行，在国际货币市场上广泛地通过办理定期存款，发行大额定期存

单，出售商业票据、银行承兑票据及发行债券等方式筹集资金。发展迅速的一些国家，其银行系统对这方面的依赖性往往很大。这既有利于获得资金，又同时是易受冲击的脆弱环节。

(4) 结算过程中的短期资金占用：在为客户办理转账结算等业务过程中可以占用客户的资金。以汇兑业务为例，从客户把款项交给汇出银行起，到汇入银行把该款项付给指定的收款人止，中间总会有一定的间隔时间。在这段时间内，对于该笔款项，汇款人和收款人均不能支配，而为银行所占用。虽然从每笔汇款看，占用时间很短，但由于周转金额巨大，因而占用的资金数量也就相当可观。因而，从任一时点上看，总会有那么一些处于结算过程之中的资金，构成存款货币银行可资运用的资金来源。

(5) 发行金融债券 (financial bond)：发行债券也是存款货币银行的负债业务。自 1985 年以来，我国存款货币银行按照国家有关规定，经过中国人民银行批准，面向社会发行金融债券，为指定用途筹集资金。截至 2000 年末，未清偿债券余额达 478.4 亿元。

第四节　存款货币银行的资产业务

资产业务

存款货币银行的资产业务 (assets business) 是指将自己通过负债业务所聚集的货币资金加以运用的业务。这是取得收益的主要途径。对于所聚集的资金，除了必须保留一定部分的现金和在中央银行的存款以应付客户提存和转账结算的需求外，其余部分主要是以贴现、贷款和证券投资等方式加以运用。

过去，我国银行的资产业务基本上是贷款一种形式。改革开放以来，商业票据业务和证券业务，随着金融体制的改革已逐步开展。尽管目前贷款以外的资产业务比重还很小，方式也比较单调，但毕竟单一的资产业务向多样化方向的转化已呈较快的发展趋势。

贴现

贴现 (discount)，在西方商业银行的开始发展阶段是最重要的资产业务，现在在资产业务中仍占相当比重。这项业务的内容是银行应客户的要求，买进尚未到付款日期的票据。换言之，购买票据的业务叫贴现。办理贴现业务时，银行向客户收取一定的利息，称为贴现利息或折扣。具体程序是银行根据票面金额及贴

现率，计算出从贴现日起到票据到期日止这段时间的贴现利息，并从票面金额中扣除，余额部分支付给客户。票据到期时，银行持票据向票据载明的支付人索取票面金额的款项。未到期票据贴现付款额的一般计算公式，在第四章已经给出，即

$$P=\frac{S}{(1+r)^n} \tag{4·15}$$

我国银行业务的具体计算式是：

$$\text{贴现付款额}=\text{票据金额}\times\left(1-\text{年贴现率}\times\frac{\text{未到期天数}}{360\text{天}}\right) \tag{9·1}$$

例如，银行以年贴现率10%为顾客的一张面额为1万元、72天后才到期的票据办理贴现。依据上式计算，应付给该顾客9 800元，也即从票面额中扣除200元作为贴现利息。当然，银行只有在这张票据到期时，才能从收到的1万元款项中现实地获得这笔利息。

贴现业务形式上是票据的买卖，但实际上是信用业务。票据所反映的是，载明的支付人对持票人负债：在票据未贴现前，对持有票据的客户负债；贴现后，则对购入票据的银行负债。所以，票据的贴现实际上是债权债务的转移，即银行通过贴现，间接地贷款给票据金额的支付人。

贴现业务，过去主要以商业票据为对象，现在已扩展到政府短期债券。由于政府债券信用可靠，风险较小，且易转让出售，商业银行对此办理贴现，既能获利，又能在需要时随时收回资金。

在我国，贴现业务起步于改革方针的实施。发展速度不算理想。1996年，全国商业银行累计办理贴现1 995亿元，2000年，则累计办理贴现4 667亿元。从绝对金额在资产业务总额中的比重来看，虽然不大，但还有一定的增长速度。可以肯定，随着票据规模进一步扩大和银行资产业务多样化改革的推进，银行的贴现业务会有一个可观的发展。

贷款及其种类

贷款又称放款（loan），是银行将其所吸收的资金，按一定的利率贷给客户并约定归还期限的业务。存款货币银行运用资金的方式虽不止贷款一种，但贷款在其资产业务中的比重一般占首位。这是因为，与贴现相比，贷款的风险虽然较大，但它的利率较高，同时通过放放收收，可密切与工商企业的往来关系，从而有利于稳定吸收存款等联系和拓宽业务领域。

贷款业务种类很多，按不同的标准划分，至少有如下几个类别：

(1) 按贷款有否抵押品划分，有抵押贷款（mortgage loan）与信用贷款（credit loan）。抵押贷款是指以特定的抵押品作担保的贷款。抵押品可以是不动产、应收账款、机器设备、提单、栈单、股票和债券等资产。作为抵押的资产必须是能够在市场上出售的。如果贷款到期，借款人不愿或不能偿还时，银行则可取消抵押品的赎回权并处理抵押品。抵押品资产的价值一般要求大于贷款金额。当银行由于借款人违约而处理其抵押品时，如果处理抵押品收入的金额超过贷款的本息和，超过部分应返还给借款人；反之，银行可通过法律程序追索不足的款项。信用贷款是指无抵押品作担保的贷款。通常仅由借款人出具签字的文书，所以也有 signature credit 等名称。信用贷款一般是贷给那些有良好资信者。对这种贷款，银行通常收取较高利息，并往往附加一定条件，如提供资产负债表、个人收支计划和报告借款用途等。这就使得银行可以比较容易地从中了解借款者的财务状况和注意其经营发展。我国银行贷款，过去基本上采取无实物抵押贷款方式；近些年来，强调推行抵押贷款方式。

(2) 按贷款对象划分，有工商业贷款、农业贷款和消费贷款。工商业贷款主要是贷给工业企业用于固定资产投资和用于流动资产的资金需要；贷给商业企业用于商品流转的资金需要。由于工商企业都是营利企业，贷款本息的收回通常比较可靠。在存款货币银行贷出的款项中一般以这种贷款的比重最大。农业贷款，短期的主要用于购买种子、肥料、农药等，长期的主要用于购买土地、改良土壤或建造水利设施以及造林等。消费贷款是指贷放给个人用来购买消费品或支付劳务费用的贷款，其中又主要是用于购买汽车、房屋等。消费贷款的清偿依靠借款人的可靠收入。

(3) 按贷款期限划分，有短期贷款、中期贷款和长期贷款。短期贷款的期限不超过一年。在西方国家，这种贷款中的一种流行做法是对贷款的偿还不规定具体期限，随时由银行通知（至少三五日前）收回，称“通知贷款（demand loan）”。中期贷款期限一般为一年以上到七八年之间，长期贷款期限则更长。近年来，存款货币银行发放的中长期贷款增加很快。银行发放中长期贷款可以获取较多的利息收入，但由于资金被长期占压，流动性差，风险较大。

(4)按还款方式划分，有一次偿还的贷款和分期偿还的贷款。一次偿还的贷款是在贷款到期时一次偿还本金；利息，则根据约定，或在整个贷款期间分期支付，或在贷款到期时一次支付。分期偿还的贷款是按年、按季、按月以相等的金额还本付息。

我国的银行贷款与对企业的资金供给

前面提到，我国银行的资产业务，过去几乎是惟一地、现在也是主要地以贷

款形式出现。由于我国原本是以国有经济居主导地位的计划经济，贷方的银行和借方的企业同属国家，因而银行贷款与企业的资金供给是由统一规定的制度联系成一体的，有其特点。

（1）短期贷款与企业流动资金的供给及管理：

过去，在我国，短期贷款在全部贷款中近乎是惟一的。改革开放以来有了很大变化，但仍占绝大比重。就国有企业的流动资金构成来看，银行贷款历来是一项重要来源。改革开放以来，趋势是比重日益加大。据统计，1997 年我国国有企业流动资金来源 85%以上是银行贷款。建国以来，我国对企业流动资金的供应及管理，先是采取财政、银行两家分口模式；改革开放后实施的则是统归银行一家的模式。

所谓分口供应、分口管理，在上一章作了简单介绍，是指对企业的流动资金需要，一部分由财政供应，作为企业自有资金，其余部分则以贷款形式供应，称为借入资金，两种资金分别由各自的供应者管理。1983 年以前实行的是这种方式。

分口供应的界限，从理论上讲，是依据流动资金的特点划分的。在企业正常生产经营过程中，流动资金包括两部分：一部分是常年最低限度的需要，另一部分是超过这个限度的季节性、临时性需要。根据流动资金周转的这一特点，在计划管理上把流动资金划分为两部分：定额部分和超定额部分。相应地流动资金的定额部分由财政供应，超定额部分则由银行信贷承担供给任务。

一般推论，分口供应及管理有利于划清财政资金和银行信贷资金的界限、明确财政部门和银行各自的职责。但在实践中，不仅暴露出管理多头，容易扯皮的矛盾，而且生产、流通是不断变动的，流动资金的定额却难以及时核定，于是定额与实际情况脱节，分口的界限事实上难以划清。实际上，银行信贷一直负担着一部分定额内的资金供应。

随着经济体制改革的不断深入，全社会资金中直接由财政分配的份额相对减少，而通过银行信贷集中的份额逐渐增多。从 1979 年到 1982 年的 4 年间，工商企业新增流动资金中的 82%是由银行贷款供应的，财政供应的只占 18%。鉴于经济形势的发展和资金分配渠道的变化，以及银行实际上已承担了大部分资金的供应任务，因此从 1983 年 7 月以后开始实施统归银行一家管理的办法。在这种办法下，除个别企业、部门的流动资金仍由财政拨款供应外，一般均由银行贷款供应；过去国拨的资金仍作为自有资金留给企业；同时要求企业每年必须从其积累中提取一定比例补充自有资金并作为向银行取得贷款的前提条件之一。后来出现的主要问题是，企业缺乏自我补充流动资金的能力，过去国拨资金也有逐渐亏

蚀的趋势，这就给银行信贷增加了极大的压力。企业由于主要依靠贷款周转，也加大了利息的负担。进入90年代中期，改革的基本思路之一是：伴随建立现代企业制度进程，发展资本市场并将企业推向市场来筹集必要的资本金，以逐步脱离对银行的高负债依赖。但实际的进程却并不理想。

（2）中长期贷款与企业固定资金的供给：

在改革开放前，一直实行长短期资金分口供应和管理的办法：企业的短期周转资金需要由银行贷款解决；长期资金需要，除上述的定额内流动资金需要外，包括基本建设投资和设备更新改造等固定资金需要都由财政拨款解决。银行则基本上没有什么针对固定资金供给的中长期贷款。可以说，无论从理论上还是从制度上，都把中长期贷款视为银行业务的禁区。

银行正式举办固定资金贷款是改革开放以后提出的。最初开办的是中短期设备贷款，不久改称技术改造贷款，再后则逐渐过渡到发放面向固定资金领域的长期投资贷款。

改革开放前，我国银行贷款的范围狭窄，对象专一，种类单调。随着经济体制特别是金融体制的改革，这些方面均有重大变化。就贷款范围来看，银行不仅对企业的季节性和临时性短期周转的流动资金需要发放贷款，而且对企业正常、合理的经常性流动资金需要以及固定资产投资等中长期资金需要也发放贷款。就贷款对象来看，突破了只对国有和集体企业贷款的局限，扩展到对多种经济成分和个人贷款；从仅对生产流通领域贷款扩大到对包括科技、文教、卫生、服务在内的各行各业贷款，扩大到消费贷款。由于上述贷款范围、对象的扩大，相应地引起银行贷款种类的增加。然而，与发达市场经济国家比较，银行贷款的种类依然十分单调，缺乏竞争力。

信贷原则

银行在办理信贷业务时都要遵循一些基本原则，这些原则对于贷款投向、条件、用途、方式和数额等起制约作用。

我国银行信贷工作中曾长期讲计划性、物资保证性和按期归还性三个原则。这是在吸取苏联信贷原则的基础上形成的。在这里，除基于计划经济体制要求的计划性原则外，实际上与真实票据论（real bill doctrine，real bill theory）有一脉相承之处。其中物资保证原则，强调的核心是：贷款要与生产流通中真实的物资运动相一致，以便既可保证信贷资金的归还和不断周转，又会有利于货币流通的稳定。典型地反映出真实票据论的思路。真实票据论又称商业贷款理论（commercial loan theory），这是西方商业银行发放贷款的一个很古老的原则。其基本

要求是贷款应以真实交易背景的商业票据为根据。其理论根据是：银行以确实有商品买卖内容的票据作为担保进行贷款，可以按期收回贷款。因为基于商业行为的债务人取得了商品，这些商品直接出售或加工后出售，就是归还贷款的资金来源。

在相当长时期内，以英国为代表的许多国家的商业银行一直严格恪守这样的原则。但其间也一再发现对原则的解释不完全正确。如经济繁荣时期，没有商品交易为背景的票据，由于资本回流顺畅也能到期偿还；危机时期，纵使是有商品交易为背景的票据，由于商品滞销也难保能够如期偿还。这个原则也被用来从整个经济角度，也即宏观经济角度，论证有利于稳定货币流通和控制过度的信用扩张。但实践同样证明它的作用是有限的。这一原则在西方早已不再作为银行经营的准则。

改革开放以来，尤其是明确了实行社会主义市场经济体制以来，经济生活的运行机制日益复杂，就如同西方市场经济国家不可能用真实票据原则管理信贷一样，我们也不再能单一依靠这个管理信贷的思路来实现预期的目标。

事实上，改革开放以来的 20 多年中，我们也对传统信贷三原则一直做着发展和扬弃工作，使信贷原则不断被赋予新的内容，如强调要体现价值规律的要求及经济效益的要求，强调择优限劣及灵活调剂，强调贷款担保、资产质量及安全、流动、效益性等。下一步，如何通过借鉴国外银行成功的经验，结合我国具体国情、具体条件，进一步规范、完善信贷原则并加以真正落实，当在改革的继续深化过程中求解。

证券投资

证券投资（portfolio investment）是指商业银行以其资金持有各种有价证券的业务活动。

商业银行投资于有价证券的目的，一般是为了增加收益和增加资产的流动性。因此，证券投资的主要对象是信用可靠，风险较小，流动性较强的政府及其所属机构的证券，如公债券、国库券等。在美国，近年来商业银行的投资总额中约有 60%以上是联邦政府债券。此外，一些财力雄厚、信誉较高的公司债券，也是商业银行投资的对象。投资于债券，一方面为其一时多余的资金找到投放渠道，从而取得收益；另一方面，需用资金时又可在金融市场上迅速售出变现。从这个意义上说，与贷款业务比较，证券投资业务便于银行根据经济情况的变动灵活调度资金。

至于投资于公司、企业的股票，在实施金融业职能分工型的国家中，政府的

管理是极为严格的：或严禁商业银行涉足此类活动，比如干脆不允许购买和持有股票；或给予苛刻的限制，比如只允许商业银行以其自有资本金及盈余的一个极小比例用于这方面的投资。至于在允许商业银行全能经营的国家中，虽无严格的管理，但不少国家在投资数量上也有限制性的规定。

在各国限制银行对企业股票投资数量的考虑中，其中还有一层目的，即限制银行对企业的控制、防止垄断。不少国家允许银行对企业参股，但不得参加管理。伴随上个世纪80年代以来金融自由化趋势的发展和金融业国际国内竞争的加剧，金融混业经营已形成大趋势、相应地，各国对商业银行投资的限制也开始放松、放开。比如美国，近二十年来，其商业银行的业务已趋向多元化的发展；而1999年通过的《金融服务现代化法案》，则正式解除了这方面的禁令。日本从1997年6月以来，解除了对金融业不同行业间的限制，允许银行、证券、保险业的相互渗透。英国则更早在1986年的金融改革中就打破了金融业务之间的界限，商业银行被允许进入证券市场。当然，应该注意，到目前为止，这些国家尽管出现了金融业务多元化的势头，但交叉经营并不是毫无节制的；不同金融机构仍是以传统业务作为其经营的侧重点。在实行兼营的金融机构内部，主营业务与兼营业务大多是彼此独立，分账管理的。

按我国《商业银行法》的规定，商业银行不得从事境内信托投资和股票业务。因此，目前它们的证券投资业务对象主要是政府债券和中央银行、政策性银行发行的金融债券，且规模都不大。截至2001年6月，全部存款货币银行投资于政府债券的金额为10 085.2亿元，占总资产的7.18%。

租赁业务

租赁（leasing）是人类古老的经济行为，如土地出租、房屋出租，由来已久。但现代的租赁业务，作为银行资产业务的一部分，则只有不到半个世纪的历史。20世纪50年代兴起于美国，60年代在西欧和日本得到广泛普及，现已成为国际性业务。租赁范围小到耐用消费品、办公室设备；大到机器设备、飞机、油轮甚至整座工厂、核电站。

租赁业务通常是由独立的或银行下辖的租赁公司经营；也有大的生产厂商自己经营。之所以把这种经营归入金融领域，是由于出租人总是要通过不论哪种形式的资金融通才能使自己取得对一定对象的出租权利。

租赁业务的开展，有益于承租人，同时也使经办的银行得到好处。目前，西方不少银行都附设有专事租赁业务的公司或子公司。在西方各国设备投资中，通过租赁方式的比重迅速增长；可供租赁的财产、设备以及租赁方式日趋多样。从

地域上看也越来越国际化。

第五节 存款货币银行的中间业务和表外业务

中间业务和表外业务

凡银行并不需要运用自己的资金而代理客户承办支付和其他委托事项，并据以收取手续费的业务统称中间业务（middleman business），也称做无风险业务（risk-free business）。最常见的是传统的汇兑、信用证、代收、代客买卖等业务。承兑业务也可归入这一类。

表外业务（off-balance sheet business）是指凡未列入银行资产负债表内且不影响资产负债总额的业务。广义的表外业务既包括传统的中间业务，又包括金融创新中产生的一些有风险的业务，如互换、期权、期货、远期利率协议、票据发行便利、贷款承诺、备用信用证等业务。通常提及的表外业务专指这后一类，属狭义表外业务。

表外业务是20世纪80年代以来西方国家银行业发展的重点。尤其是对有风险业务的拓展，近些年更是令人瞩目。从发展规模看，不少西方国家大银行的表外业务量已大大超过其表内业务量；从收益看，不少银行的表外业务收入远远超过其表内业务收入。有这样两个资料：

其一，据统计，美国商业银行的中间业务收入占全部收入的比重已由20世纪80年代的30%上升到2001年的38.4%；日本由24%上升到39.9%；英国由28.5%上升到41.1%。

其二，是部分西方商业银行利润结构的状况，如表9—2。

表9—2　　2000年部分西方商业银行利润的结构

银行名称	净利差收入占比	净佣金收入占比
德意志银行	45.0%	55.0%
瑞士联合银行	33.5%	66.5%
意大利国民劳动银行	59.0%	41.0%
汇丰银行	57.0%	43.0%

资料来源：各银行2000年年报。

表外有风险业务的出现，给银行业带来了更多发展的机会，有利于提高其收益与竞争能力。但是与之俱来的高风险也必须重视。为此，巴塞尔协议中还专门有表外资产风险系数划分的条款，以作为资本充足率考虑的要素。

狭义表外业务的有些内容在其他章节有所涉及，这里仅就传统的中间业务及某些其他业务作些介绍。

汇兑业务

汇兑，也称汇款（remittance）是客户以现款交付银行，由银行把款项支付给异地受款人的一种业务。使用的汇兑凭证有银行支票、银行汇票、邮信或电报的付款委托书。这些凭证都是承汇银行向另一家银行或其分支行发出的命令，命令后者向第三者支付一定数额的款项。依汇出行将付款命令通知汇入行的方式不同，可分为电汇、信汇和票汇三种形式。在当今银行业务广泛使用电子技术的情况下，资金调拨已是瞬息间可以解决的问题。除小额款项仍有使用电汇、信汇或票汇形式的必要外，大笔资金基本上都是通过电子资金调拨系统处理。

信用证业务

信用证（letter of credit）业务是由银行保证付款的业务。现在广泛开展的为商品信用证业务（commercial letter of credit）。商品信用证是银行应客户——购货单位——的要求，按其所指定的条件开给销货单位的一种保证付款的凭证。业务技术过程是：客户请求银行向销货单位开出信用证，并把货款的一部分或全部交付银行；信用证上注明支付货款时所应审查的事项；销货单位按信用证所列条件发货后，可凭信用证要求银行付款。这种业务在异地采购，尤其是在国际贸易中，得到广泛的开展。

银行经办信用证业务，除可从中收取手续费外，还可以占用一部分客户资金。

代收业务

代收业务（business of collection）是银行根据各种凭证以客户名义代替客户收取款项的业务。首先是银行代收支票款项，即客户将从他人手中收到的其他银行的支票交给自己的开户银行并委托其代为从其他银行收取款项。这是最频繁的代收业务。此外还有接受委托代客户收取票据款项的业务；代客户收取有价证券利息和股息的业务，等等。接受销货单位委托，依据有关发货的商品凭证代为收款的业务在异地和国际贸易中也得到广泛开展。

代客买卖业务

代客买卖业务（trading agency）是银行接受客户委托，代替客户买卖有价证

券、贵金属和外汇的业务。在银行的代客买卖业务中最重要的是代理发行有价证券的业务。银行代公司发行股票或债券时，无论包销或代销，都能从中获得收益。需要补充说明的是，银行推销公司的有价证券，形式上是一种代客买卖业务，但实际上常常超出单纯服务的范围，是银行资本与产业资本相结合的一种主要形式。

承兑业务

承兑（acceptance）是银行为客户开出的汇票或票据签章承诺，保证到期一定付款的业务。当票据到期前或到期时，客户应将款项送交银行或由其自己办理兑付。如若到期客户无力支付票据款项，则该承兑银行必须承担付款责任。由于票据的兑付一般无须银行投入自己的资金而是用客户的资金办理，所以银行经办承兑业务，实际上是以其自身的信用来加固客户的信用。为此银行要向客户收取一定的手续费。由于经过银行承兑的票据在付款方面更有保障，因而承兑业务的开展促进了票据流通范围的扩大。这项业务在现代银行业务中占有相当重要的地位。

我国银行开展承兑业务虽较晚，但近年发展较快。2001 年全国累计办理银行承兑汇票 11 900 亿元，比 1995 年增长 3.9 倍。

信托业务

信托（trust），是指接受他人委托，代为管理、经营和处理经济事务的行为。银行信托是经营金融性质的委托代理业务，即银行作为受托人按客户——委托人——的委托，代为管理、经营、处理有关钱财方面的事项。

信托业务最初由一些个人和保险公司经营，后随经济的发展和业务范围的日益扩展，加之个人和团体的债权债务关系日趋复杂，因而出现了信托公司这类专门的金融机构。再后，商业银行由于资力雄厚，信誉良好，业务经验丰富，也开始经营这种业务。经营信托业务一般只收取有关的手续费，而营运中获得的收入则归委托人或其指定的受益人所有。同时，银行承办这项业务，势必可以占用一部分信托资金，利于其扩展经营。

信托业务的种类可以从不同角度按不同标准进行划分。如按组成信托关系的对象，可分为个人信托和法人信托；按成立信托关系的方式，可分为任意信托和特约信托；按受益对象，可分为公益信托和私益信托；按信托资产的不同，可分为资金信托、动产信托和不动产信托，等等。

信托业务种类极多、范围极广，经营现代信托业务若无专门的知识、广泛的

信息、丰富的经验则实难胜任。这也正是信托业之所以从初始的个人经办逐步过渡到主要以法人、以专门的信托机构、以银行经办的道理所在。

各国经营这种业务的银行，大都须经政府批准并在有关管理规定范围内活动。一般要求经营信托业务的银行必须将其信托部门与银行部门从人事配备、会计账务乃至营业场所等完全分开。

我国金融信托业源于1917年上海商业储蓄银行成立的“保管部”，后改为信托部。1921年成立有上海通商信托公司等一批专门信托机构。1935年成立了官办的中央信托局。建国后，中国人民银行曾在上海等几个大城市设立信托部试办信托业务，但很快撤销。关于改革开放后信托业的发展及问题，上一章已经作了简单说明。

代理融通业务

代理融通（factoring），这是由银行或专业代理融通公司代顾客收取应收账款并向顾客提供资金融通的一种业务方式。如在赊销赊购的商业信用中，一方面由商业银行代理赊销企业收账，有利于赊销账款按时收回；另一方面通过银行购买或部分购买赊销账款，向赊销企业提供资金融通。

代理融通业务很早就有，主要服务于国际贸易。20世纪60年代，开始应用于国内的商业，出现了专业代理融通公司。大银行很快就对这项业务发生了兴趣，或自行经营，或组织附属的公司经营。

银行卡业务

银行卡（bank card）是由银行发行、供客户办理存取款和转账支付的新型服务工具的总称。它包括信用卡、支票卡、记账卡、智能卡等。因这些银行卡均以塑料制成，又有“塑料货币”之称。银行卡的出现，是银行业务与飞速发展着的科学技术相结合的产物，它使得银行业务有了一个崭新的面貌。

（1）信用卡（credit card）是代替现金和支票使用的支付工具，发卡人可以是银行，也可以是公司或零售商店。银行作为发卡人的操作程序是：与商店约定，接受持卡人凭信用卡购货；然后由商店向银行收款；银行于月底汇总向顾客收款。信用卡具有“先消费，后付款”的特点。同时，发卡银行通常还为持卡者规定有一个透支限额，即可超过存款金额进行支付。发卡银行一般不向持卡者收取手续费，其发行和管理信用卡的费用支出，主要依靠向零售商店收取回扣以及从长期信贷中收取利息。

信用卡是银行卡中数量最多的一种，银行信用卡又在当今信用卡系统中占大

部分。目前，信用卡正向国际化、安全、多用途方向发展。像维萨卡、万事达卡等信用卡的影响已遍及世界的主要国家和地区。

(2) 支票卡（check card）又称支票保证卡，是供客户签发支票时证明其身份的卡片。卡片载明有客户的账号、签名和有效期限。这种卡流行于欧洲，针对“欧洲支票”作证明之用，无授信功能。由于支票保证卡的出现，使得8 000多家欧洲银行得以结成“欧洲支票”系统，为相互兑现支票提供了保证。

(3) 记账卡（keeps account card）是一种可以在与银行电子计算机总机相联的各种终端机上使用的塑料卡。卡上的磁带中储存有持卡人的个人密码、开户银行编码、账户等。提取现款或购物时，将其插入相关终端机，比如售货终端机内，客户即可获得现款或直接办理转账。记账卡不同于信用卡，不能获得银行授信。我国现在普遍发展的“借记卡”属于这一类。

(4) 智能卡（intelligent card），其中主要的一种叫灵光卡（smart card），又叫记忆卡。卡上带有微型集成电路处理器，具有自动计算、数据处理和存储功能，可以记忆客户每笔收支和存款余额。使用时，将卡插入自动记录器即可办理各种支付。由于具有存储记忆功能，在没有与银行电子计算机联机的终端机的地方也可使用。再一种是激光卡（laser card）。这是一种运用激光技术的全息摄像卡。它把全息像与磁性记录结合起来，在其磁性记录中存储着持卡人的安全照片，从而还可作其他多种用途。智能卡的最大优点是保密性强，使用安全，但造价较高。

我国最初的银行卡是1986年由中国银行发行的长城卡。到2002年6月底发卡总量达4.38亿张。1—6月银行卡的交易量为6.1万亿元。银行卡账户存款余额为5 731亿元。

银行服务电子化的广泛内容与发展前景

现代银行除了利用资金、机构、人才、信息等方面既有的优势为顾客提供服务以外，还充分利用新技术革命的成果，把电子计算机技术和自动化技术广泛引入银行业务处理的过程之中。上述银行卡业务就是与此密切关联的一类业务。

电子计算机被引进银行进行业务处理，是从20世纪50年代开始的。最初主要应用于工资、账目方面大量数据的批处理。但经过短短二三十年间，银行已经利用电子计算机进行各种复杂的内部清算和银行间的资金划拨。使一国国内乃至国际之间的银行业务日益纳入自动化的处理系统之下。在这样的基础上，银行就有可能利用电子计算机为客户办理存款、贷款、现金出纳、转账结算和提供信息等方面的服务。这大体可概括为两个方面：一方面可称为银行零售服务的电子

化。这包括在代理收付、存款和提款、转账服务、银行卡服务、旅行支票服务、可转让大额存单服务、支付利息服务、索取账单和支票簿服务、外币兑换服务等方面广泛借助电子计算机进行。另一方面可称为批发服务的电子化。这是指银行通过电子计算机建立起巨大的信息库、信息网络和数据分析处理系统，为大企业、大公司等及时提供各种资信报告，提供各方面的行情分析、预测和供选择的决策模型，以及提供有关各种交易的货币收付、资金调拨等多种多样的服务。

随着国际互联网络的迅速进入人们的生活，银行的网上服务有了极快的发展。这种发展势所必然，其发展将对银行事业引起怎样的重大变化，正受到人们的密切关注。

第六节　分业经营与混业经营

20世纪30年代开始的分业经营与传统的混业经营并存

20世纪30年代大危机之前，各国政府对银行经营活动极少给以限制，许多商业银行都可以综合经营多种业务，属全能型银行、综合型银行。我们称之为混业经营。但是在大危机中，生产倒退，大量企业破产，股市暴跌，银行成批破产倒闭，酿成历史上最大一次全面性的金融危机。不少西方经济学家归咎于银行的综合性业务经营，尤其是长期贷款和证券业务的经营。据此，许多国家认定商业银行只宜于经营短期工商信贷业务，并以立法形式将商业银行类型和投资银行类型的业务范围作了明确划分，以严格其间的分工。比如美国在1933年通过的《格拉斯-斯蒂格尔法（Glass-Steagall Act）》中规定：银行分为投资银行和商业银行；属于投资银行经营的证券投资业务商业银行不能涉足。其后，美国又在相继颁布的《1934年证券交易法》、《投资公司法》等一系列法案中强化和完善了职能分工型银行（functional division commercial bank）制度。对于这样的制度，我们称之为分业经营。随后，日本、英国等国家也相继实行了分业经营制度。

不过，德国、奥地利、瑞士以及北欧等国则继续实行混业经营，商业银行可以不受任何限制地从事各种期限的存款、贷款以及全面的证券业务。赞成全能模式的理由是：通过全面、多样化业务的开展，可以深入了解客户情况，有利于做好存款、贷款工作；借助于提供各种服务，有利于吸引更多的客户，增强银行竞争地位；可以调剂银行各项业务盈亏，减少乃至避免风险，有助于经营稳定，等等。

美日等国从强调分业到转变方向

自20世纪70年代以来，特别是近十多年来，伴随迅速发展的金融自由化浪潮和金融创新的层出不穷，在执行分业管理的国家中，商业银行经营日趋全能化、综合化。出现这一变化的原因主要在于：在金融业的竞争日益激烈的条件下，商业银行面对其他金融机构的挑战，利润率不断降低，迫使它们不得不从事各种更广泛的业务活动；吸收资金的负债业务，其结构发生变化，可以获得大量长期资金来进行更多的业务活动，特别是长期信贷和投资活动；在这样的背景下，国家金融管理当局也逐步放宽了对商业银行业务分工的限制，等等。

就全能化的途径看，主要有三条：（1）利用金融创新绕开管制，向客户提供原来所不能经营的业务；（2）通过收购、合并或成立附属机构等形式渗入投资业务领域；（3）通过直接开办其他金融机构实现综合经营。

进入20世纪90年代以来，一向坚持分业经营的美国、日本等国纷纷解除禁令，默许乃至鼓励其大中型商业银行向混业经营方向发展。日本于1998年颁布了《金融体系改革一揽子法》，即被称为“金融大爆炸（Big Bang）”的计划，允许各金融机构跨行业经营各种金融业务。1999年10月，美国通过了《金融服务现代化法案》，废除了代表分业经营的《格拉斯-斯蒂格尔法》，允许银行、保险公司及证券业互相渗透并在彼此的市场上进行竞争。这标志着西方国家分业经营制度的最终结束。

现今，发达的市场经济国家的混业经营有两种基本形式。一是在一家银行内同时开展信贷中介、投资、信托、保险诸业务；一是以金融控股公司的形式把分别独立经营某种金融业务的公司链接在一起。

我国强调分业经营的背景与问题

20世纪80年代中期以后，我国四家国有商业银行纷纷设立了自己的信托投资公司、证券营业部，开始经营证券、信托等业务，实行倾向于混业经营的模式。新中国第一只股票——上海飞乐音响公司股票的成功发行就是由工商银行上海投资信托公司静安证券业务部代理的。

但是，组织存贷是商业银行的基本职能、是本职的观念，在我们这里根深蒂固。因而就管理金融的指导思想来说，属分业管理类型。之所以出现类如混业经营的倾向，有些是客观有需要而是否应予鼓励或应予限制一时说不清；有些，就那时的规章制度衡量，也属违规操作。

然而，我国银行在这期间的“混业经营”，与发达市场经济国家中的银行所一直实施的混业经营有重大的、原则性的区别：典型的混业经营，在一个银行内

的不同大类银行业务之间，在人事、资金等方面均实施独立的管理，彼此之间设有“防火墙”，特别是决策各有其严格的程序。而在我们的银行里，资金调度实质上是一个锅里吃饭，决策则是领导说了算。严格地说，称之为混业经营，并不准确。但无论如何，这种情况不能不给金融业带来一定程度的混乱。尤其是从1992年下半年开始，社会上出现了房地产热和证券热，银行大量信贷资金和同业拆借资金流入证券市场和房地产市场。这不仅造成股市的剧烈波动和一系列违规事件的发生，而且使商业银行损失惨重，呆账、坏账激增，加大了金融领域的系统性风险。正是在这种背景下，在避免和防范金融风险以使金融业有一个健康发展环境的思路出发，于1995年颁布《商业银行法》，确立了中国现阶段严格的分业经营的金融体制。

就国际潮流尤其是西方发达国家银行经营来看，银行的全能化趋势确在日益加强，分业向混业的转化日益加速。但这要求具备一些基本条件。比如，银行和其他金融中介机构自身的治理水平和自我约束能力不断提高，达到符合市场经济的要求；宏观调控水平及金融监管体系的提高与完善；相关经济、金融法规的健全；证券市场乃至各类市场运行机制的日臻成熟，等等。从这样的角度分析，这些条件我国现阶段仍在培育之中，尚未完全具备。因而，选择分业经营、分业管理制度，定位存款货币银行于职能分工型是有其原因的。

当然，分业经营对银行业发展所与生俱来的桎梏也显而易见。就我国的情况来说，它在很大程度上限制了商业银行的业务范围，使其利润来源渠道减少——主要限于存贷利差；同时则难于以多元化资产结构分散风险。过分地强调分业经营，也使我国的保险业发展相当缓慢，信托业从发展到现在则呈现萎缩的态势，金融中介机构多样性的发展也得不到鼓励，等等。总之，分业经营不仅使我国的金融机构缺乏规模经济效应和国际竞争力，而且降低了资金的配置与使用效率。

中国加入WTO后，商业银行将面临国外众多实力雄厚、可以综合经营银行业务、证券业务和保险业务的超级银行和金融百货公司的冲击，这就必将对我国实行分业经营的商业银行、证券公司等金融机构带来巨大的挑战。

突破分业经营界限的趋向

随着经济的发展、金融改革的深化，分业经营与综合经营必须严格划分的凝固化了的观念不断受到冲击。近来的做法是，一方面要求坚持分业经营与分业管理的基本框架，同时则松动管制，并支持商业银行的金融创新。1999年开始，已经允许证券公司、基金管理公司、保险公司等非银行金融机构进入货币市场向商业银行融资；允许综合类券商通过股票质押向银行融资。这意味着商业银行的

资金可以通过间接的方式渗透到证券业和保险业，使资金运用的结构呈现多元化。

从商业银行自身来讲，也有突破分业经营限制的内在要求和积极举措。建设银行早在1996年就与美国摩根·斯坦利等金融机构合资组建了中国第一家投资银行——中国国际金融有限公司；工商银行在香港收购了东亚证券；中国银行在伦敦拥有投资银行——中银国际；而光大集团则已经成为拥有一家银行、一家保险公司、两家证券公司的综合性金融机构。1999年，四大国有商业银行先后建立了各自的资产管理公司，通过债转股、股权转让、拍卖或上市等操作方式化解不良资产，从而间接参与了资本市场的活动。此外，在现行政策法令允许的范围内，商业银行正充分利用广泛的机构网点、资金、信息、清算效率和客户基础的优势，积极拓展与资本市场有关的中间业务，如项目融资、公司理财、为企业兼并收购提供咨询等投资银行业务；不断加强与证券业和保险业的合作，内容涉及资金清算、保险代理、基金托管等项目，并相继推出"银证通"、"银券通"等金融创新工具。

这一些都表明，商业银行已经突破那种严格的分业经营界限，并逐步向综合经营的方向推进。但将以怎样的速度推进，应推进到怎样的深度，还有待观察、探索、论证。

第七节 金融创新

金融创新浪潮

金融创新（financial innovation）是西方金融业中迅速发展的一种趋向。其内容是突破金融业多年传统的经营局面，在金融工具、金融方式、金融技术、金融机构以及金融市场等方面均进行了明显的创新、变革。这个趋势从20个世纪60年代后期即已开始，70年代各种创新活动日益活跃，到80年代已形成全球趋势和浪潮。金融创新浪潮的兴起及迅猛发展，给整个金融体制、金融宏观调节乃至整个经济都带来了深远的影响。

在探究引发金融创新的直接原因时，人们注意力集中到金融活动中银行经营所面临的风险、技术革命和过时的金融管理法规等几个方面。

避免风险的创新

从20世纪60年代开始，西方银行经营就面临着经济环境的巨大变化。市场

利率，在通货膨胀率急剧攀升的背景下，也相应地急剧波动且难以预测。70 年代末和 80 年代初，美英等国的通货膨胀率均在两位数以上。如美国 1979 年的消费物价指数上涨率是 11.3%，1980 年是 13.5%，1981 年为 10.3%。英国相应年份的物价指数上涨率则分别是 12.7%、18.0%和 11.9%。长期的高通货膨胀率带来了市场利率的上升，并且波动剧烈。美国短期国库券的利率，即基准利率，在 60 年代中期一直低于 5%。以后节节上升，70 年代，已波动于 4%～11.5%之间；80 年代则在 7%～15%间波动。其他一些国家的状况也类似。利率的剧烈波动导致巨额资本溢价或资本损失，使投资收益具有极大的不稳定性。利率风险的增加，降低了长期投资对投资者的吸引力，同时也使持有这类资产的金融机构陷于窘境。银行为了保住存款等负债业务而增大了的利息支出，却面对着长期资产业务由于原订契约利率的限制而无足够的收益来支撑。为了避免或降低利率风险，进行了这样一些金融创新：(1) 创造可变利率的债权债务工具，如可变利率债券、可变利率存款单、可变利率抵押契约、可变利率贷款等。可变的各种利率，通常都是盯住基准利率而浮动。(2) 开发债务工具的远期市场，发展债务工具的期货交易。(3) 开发债务工具的期权市场，等等。

避免风险与资产业务的证券化

在银行千方百计去寻求避免贷款风险的途径中，贷款证券化是一项重大的进展。

作为银行主要资产的贷款业务，由于其期限的固定性或相对固定性，使银行必然时刻承受着在第七章第四节所提到的种种金融风险压力，其中特别是流动性风险的强大压力。也正是贷款流动性的限制使得银行不敢多放中长期贷款；而中长期贷款既是经济生活之所必需，同时也是银行保证必要盈利水平的业务品种。

贷款证券化就是解决流动性问题的一种创新。

可以假设，银行如能把自己的贷款在约定还贷期限之前售出，不仅流动性的问题解决了，而且也连带缓解了信用风险等其他风险。然而，直接出售贷款是极其困难的事情。由于信息不对称，一家银行的贷款资产质量很难为市场投资者所了解。纵然银行可以提供关于一笔贷款的全部资料或再加以大量补充说明，但其他人仍无法对该笔贷款了解得如同该银行一样多或差不多，因此投资者很难有这么大的胆量购入。对于那些期限较长的贷款，即便要做到对贷款质量有个基本了解，投资者也必须为此付出许多调查、评估等费用，使得贷款转让的交易成本极高。

为鼓励银行发放住房抵押贷款，美国国民抵押协会创造了一个叫做“直达抵

押担保证券”的概念，并开始发行这种证券。具体做法是，银行把小额同质——期限、利率、风险等方面相类似——的贷款“捆”成一个贷款组合，并以这个贷款组合作为担保发行证券，出售给投资者。银行从贷款上得到的本息收入是支付证券本息的保证。在证券销售出去之后，银行继续提供与贷款有关的一些服务，例如为贷款购买者收取本息，监督借款人的财务状况等。而出售证券的银行为此也可获得补偿。于是，通过这种运营形式，就为抵押贷款创造了流动性。这一措施极大地激发了银行为住房抵押贷款提供资金的积极性，促进了房地产市场的繁荣。

在不断创新的过程中，证券化扩及银行资产业务的方方面面。如下面将要讨论的“不良债权”，也是把证券化作为解决的途径之一。

也应指出，证券化也扩及银行的负债业务。如利用发行浮动利率票据的方式在货币市场，利用发行中长期债券的方式在资本市场筹资，等等。

证券化是金融市场与金融中介的关键结合点，其意义远远超出银行化解流动性风险的范围。这将在第十一章讨论。

技术进步推动的创新

20世纪六七十年代以来，以计算机为核心的现代信息技术、通讯技术迅猛发展、广泛应用，有力的支撑和推动了金融创新的兴起和蓬勃发展。

首先，技术进步引起银行结算、清算系统和支付制度的创新，进而引起金融服务的创新。如形形色色的银行卡、ATM（自动柜员机）以及下面将要介绍NOW等一系列新兴账户的推出；自助银行、电话银行、网络银行的出现；银行间电子资金转账系统和售货点终端机的转账系统，等等。如无电子化、网络化和信息技术作依托，这一切是完全不可想像的。

其次，为技术要求日益复杂的金融工具的创新提供的技术保障条件。例如，信息处理能力的极大提高，使得金融机构有可能对一些技术含量高的金融创新工具，如日新月异的金融衍生工具，进行设计和定价；有可能持续地观察和监控与这些金融创新工具所伴随的风险；并且也可能为及时分散、转移风险设计相应的如套期保值之类的操作技术。

此外，新技术的运用使金融交易快速地突破了时间和空间的限制，几乎使全球各个角落的交易主体都联结在一个世界性的金融市场之上。于是，扩展了创新金融产品的运用和推广范围，促进了金融创新的供给与需求双方的相互推动，并带来相应的规模经济效应。这又鼓励新一轮的金融创新。

规避行政管理的创新

规避不合理的、过时的金融行政管理法规也导致了金融创新。

前面述及，20 世纪 30 年代大危机之后，西方各国纷纷立法，对银行业经营施行极为严格的管理和限制，其中以美国为最。在激烈的竞争中，金融业为了求得自身的发展，利用法规的漏洞，推出很多新的业务形式。这里就美国的情况举例说明。

自动转账制度（automatic transfer services，ATS），这是 20 世纪 70 年代的一种创新。在这种业务中，客户在银行开立两个账户：一个储蓄账户，一个活期存款账户。后一账户上的余额永远是 1 美元。当客户开出支票后，银行即自动地把必要的金额从储蓄账户上转到活期存款账户上并进行付款。在美国，对储蓄付息，对活期存款不准付息。理由是避免银行为了招揽存款而进行不公平竞争。但银行必须争取客户存款。显然，这一创新就是为了规避不准对活期存款付息的规定。

美国不准储蓄账户使用支票。为了规避这一限制，出现了可转让支付命令账户（negotiable order of withdrawal account，NOW）。这种账户是储蓄账户，可以付息；但与一般储蓄账户不同，可以开出有支票作用但无支票名称的“可转让支付命令”。这是储蓄银行在 70 年代初开创的，后来所有金融业均获准开办这项业务。

美国对定期存款支付的利率曾有最高限制。在市场利率上升的情况下，定期存款利率的限制就使得存款不如投资于其他有价证券有利，并从而影响了银行的资金来源。为了规避这个限制，在 70 年代初创立了“货币市场互助基金（money market mutual fund，MMMF）”。这种基金吸收小额投资，然后再用来在货币市场上投资（如投资于大额存单、银行承兑票据、国库券等）。向基金的投资，每单位在 500～1 000 美元之间。由于是向基金投资而不是存款，所以从基金得到的是利润，而不是利息，自然不受存款利率的限制。同时还允许账户所有者签发金额不低于 500 美元的支票。80 年代初允许商业银行开立货币市场存款账户（money market deposit account，MMDA），这是处于银行内的 MMMF。这种 MMDA 也可签发支票，但每月限制可签发支票的张数。

类似的创新活动还可追溯到 60 年代。如可转让大额定期存单就是其一。定期存款只能到期提取，如提前提取就要遭受利息的损失。大额存单可在货币市场上市，那么定期无论是几年，也可把短期资金吸收到这个领域中来。

在规避法定准备率方面也有途径。对于商业银行的准备存款，市场经济国家的中央银行通常是不付利息的。所以有多少准备，商业银行就会损失相应数量资

金所可能获取的利息。由于国内吸收各种存款均需按法定比率保存准备，所以银行力求通过其他方面扩大负债规模，如借入欧洲美元可以不交存准备，因为这是从国外借入；如通过回购协议吸收资金也可不交存准备，因为它不是“存款”，等等。当然，国际货币市场的形成和回购协议这类业务方式的推出，其主要原因并非出于单纯规避法规的目的。

需要说明，规避法规的金融创新也与新技术的刺激有密切联系。如自动转账制度、隔日回购协议等，若没有能以低廉成本进行大量自动操作的计算机运用于银行业务之中，这些创新可能不会有利可图，因而也就不可能得到发展。

上面从避免风险、从技术进步的推动以及从规避管理法规三个方面阐释了导致存款货币银行金融创新的推动力。但创新浪潮实际涉及金融领域的各个方面。如第六章提到的金融市场上不断开拓新的交易方式就是金融创新的重要组成部分。

金融创新反映经济发展的客观要求

上面说明了引发金融创新的一些直接导因，若究其根源，这种创新浪潮实则是反映了经济发展的客观要求。

当今世界的经济处于不断发展的进程之中。特别是日新月异的技术进步，使得经济的发展不断突破时间、地域以及各种社会传统的界限，涌现出更多、更新的为人类文明生存与发展所需的行业、部门、模式和手段。在这种形势下，当然就会从不同角度、不同层次对于为之服务的金融事业提出新的要求。面对新的要求，原有的金融机构、金融工具、金融业务操作方式、金融市场组织形式和融资技巧等就会在一些方面显得笨拙、落后，不怎么合理并缺乏效率。这就必然导致突破原有樊篱的金融创新。而且，由于经济发展变化所提出的客观需要不仅是强劲的，而且是持久的，所以金融创新的浪潮也仍在不断地推进。

反映经济发展的金融创新，已对并将继续对整个经济的发展起着有力的推动作用。同时，对于金融制度和金融业务本身也产生了深远的影响。这主要表现在：(1) 使得金融工具多样化、灵活化。创新的金融工具一般具有更高的流动性，且金额大小均有，适合不同投资者需要。(2) 使金融机构传统的分工格局被突破，彼此业务全面交叉。如商业银行普遍开始涉足证券业务；不少其他金融机构也开始办理支票存款这类商业银行的传统业务。金融业务日趋综合化、全面化的格局在形成。(3) 使一些国家在既成事实面前被迫放宽某些金融行政管制或取消、修改一些法令法规。这又成为推动和鼓励金融创新的因素。(4) 增加了各国货币政策的复杂性。由于创新后的金融工具大多增强了支付的功能，这必然增大了货币当局在宏观调节中对货币层次划分标准及控制上的难度，容易对货币供应

量做出错误判断。

第八节 网络银行

什么是网络银行

网络银行（internet bank），也称网上银行、在线银行，是指通过互联网或其他电子传送渠道，提供各种金融服务的新型银行。它的存在以互联网或其他电子通讯手段（如传真机、电话等）的存在为基础。当然，还要有要求利用互联网或其他电子通讯来取得金融服务的机构和个人。

网络银行通常分为纯网络银行和分支型网络银行两类。纯网络银行也可称为"只有一个站点的银行"。这类银行一般只有一个办公地址，无分支机构、无营业网点，几乎所有业务都通过互联网进行，是一种虚拟银行（virtual bank）。世界上第一家纯网络银行是于1995年10月18日在美国亚特兰大成立的"安全第一网络银行（Security First Network Bank，SFNB）"。分支型网络银行是指原有的传统银行利用互联网作为新的服务手段，建立银行站点，提供在线服务。网上站点相当于它们的一个分支行或营业部，为其他非网上分支机构提供辅助服务，如账务查询、转移资金、支付款项，等等，是实体银行采用网络手段扩展业务、增强竞争力的一种方式。

网络银行的迅猛发展

网络银行是信息技术特别是互联网技术飞速发展的产物。银行业自17世纪成立以来，始终伴随着信息技术的进步而不断向前发展。电脑和网络技术的兴起，进一步推动了银行业的发展，电子化开始在银行的各个领域普及，并改变了传统的管理和服务形式。

自首家纯网络银行开业以来，网络银行的数目就如同雨后春笋般飞速增长。在美国，1995年在互联网上设立网站的银行数量为130多家，到2000年发展到3 800多家，占所有联邦保险的储蓄机构和商业银行总数的37%。在欧洲，网络银行的市场份额也在急剧扩大。据所罗门兄弟公司的统计，到2000年2月，欧洲已有122家，其中英国18家，瑞士17家，德国16家，西班牙12家、挪威11家，分列前5名。在网络银行发展较快的国家里，银行削减传统分支机构的趋势十分明显。如美国，2000年与1993年相比，银行业各类服务渠道所占业务比例发生了下列变化：传统分行由1993年的42%降至2000年的22%，ATM从33%

降至30%，而网络银行业务则从“0”上升到13%。另据美国权威金融机构估计，在未来10年内美国银行业的分支机构将减少一半。

网络银行的特征

网络银行发展如此迅速的一个重要原因在于它比传统银行具有明显的优势。

（1）方便、快捷、超越时空。传统银行基本上是在柜台内为客户提供直接服务，这就要求客户只能在限定的营业时间内到银行接受各项服务，时空限制极为严格。而网络银行能够提供全球24小时的“AAA”式服务，即可在任何时候（anytime）、任何地方（anywhere）、以任何方式（anyhow）为客户提供实时服务，大大提高了服务效率。

（2）各项成本低。网络银行可以少设甚至不设分支机构，而且其雇员要比传统银行少得多。据估算，网络银行的开办成本相当于传统银行营业网点的1/3；经营成本只相当于经营收入的15%～20%，而传统银行则占到60%；清算成本通常只相当于传统银行分理处的10%左右。

（3）网络银行拓宽了金融服务领域。网络银行不仅提供大部分传统银行业务，还提供一些全新的业务，如公共信息服务（包括利率、汇率信息，经济、金融新闻等）、详细而低成本的投资理财服务、投资咨询服务和综合经营服务等。其中综合经营服务包括发行电子货币，提供电子钱包等服务，并把证券、保险、基金等分散的金融产品与服务融合到网上金融超市之中。此外，还可通过提供网上支付服务为电子商务（如网上购物、网上订票等）配套。

（4）以客户为导向的营销方式具有更强的吸引力。传统银行一般是单方面开发业务品种，向客户推销产品和服务，客户只能在限定的业务范围内选择接近自己需要的银行服务项目。网络银行摒弃了传统银行以产品为导向的营销方式，采取以客户为导向的营销方式，即可以按照客户的需求为其提供极具个性化的服务。

此外，网络银行还具有信息透明度高、存款利息高等优势。这些都使网络银行的发展势不可挡。

网络银行发展中存在的障碍

（1）安全问题。互联网的公开性势必威胁到网络银行的安全性，而安全性问题是决定网络银行成败的关键。对于精通网络操作技术而又熟悉银行业务的不法者而言，能够以极低的成本，伪造和复制网络银行的金融产品和信息，并可以假

乱真，非法侵吞巨额资金。SFNB开业仅两个月，就有1万名黑客企图非法入侵；而1999年一名俄罗斯数学学生通过互联网进入了花旗银行的电脑系统，非法转存了数以百万计的资金。网络安全关系消费者的信心。美国波士顿公司曾对客户不愿使用网络银行的原因进行过市场调查，结果显示，80%是出于对风险因素的担心。

（2）法律规范问题。网络银行的发展要求有一套完整的法律规范与之适应，而目前全球关于计算机和网络领域的立法工作相对滞后，有关这方面的金融法规很不健全。如对网络银行的设立及日常经营活动的规定、对电子货币的发行与转移、金融监管部门对网络银行的监管、网上如何确保银企的信用关系等问题，都还缺乏明确规范的法律框架。

我国网络银行的发展

目前，我国尚无纯网络银行出现。广告宣传上的网络银行都是传统银行通过网络开展业务。实际上，在国外，网络银行业务的主要份额也是以传统银行作为母行所推动的。

银行网络业务在中国的开展，首先是1996年6月中国银行在国内设立网站，提供网上银行服务。1997年4月，招商银行推出网上金融业务："一网通——网上支付"，并于1999年，实现网上支付业务的全国联网，初步构造了中国网上银行的经营模式。1999年，建设银行、工商银行也开始向客户提供网上银行服务。到2001年4月，已经有20多家银行的200多个分支机构拥有网址和主页。其中开展实质性网络银行业务的分支机构达50多家，客户数超过40万户。50多家银行发行银行卡两亿多张。

我国网络银行的服务内容主要有：

（1）信息服务：主要包括新闻资讯、银行内部信息及业务介绍、银行分支机构导航、外汇牌价、存贷款利率等。一些银行（如工商银行）目前也提供一些特别的信息服务，如股票指数、基金净值等。

（2）个人银行服务：主要包括账户查询、账户管理（存折、银行卡之间转账；活期、定期种类转换；利息试算等）、存折和银行卡挂失、代理缴费等。中国银行和工商银行提供外汇买卖服务；中国银行提供个人电子汇款服务；建设银行提供小额抵押贷款和国债买卖服务等。

（3）企业银行服务：主要包括账户查询、企业内部资金转账、对账、代理缴费等。此外，工商银行还提供同城结算和异地汇款服务；中国银行提供国际结算服务。

（4）银证转账：银行存款与证券公司保证金的实时资金转移。

（5）网上支付：包括企业对个人（B to C）和企业对企业（B to B）两类。大部分网络银行提供前一种服务；这种服务一般与网上商城相结合。

从总体上看，我国网络银行业务的开展还很有限，业务种类与业务量较少，网上业务还不能成为银行盈利的手段。进一步发展网络银行需要网络人才的培养和网络基础设施的建设和技术开发。

网络银行的发展会导致金融业务综合化发展趋势的增强。这对我国实施“分业经营、分业管理”的体制也提出挑战。如何完善与网络银行有关的法律法规，加强对我国网络银行的金融监管也是亟待解决的问题。

第九节 不良债权

不良债权及其不可避免性

不良资产，也常称之为不良债权。其中主要是不良贷款（bad loan），是指银行顾客无力按期、按量归还本息的贷款。这在商业银行的经营中一直是个重要问题。近几年来，无论是国内还是国外，都把这一问题看成为关系银行体系稳定性的关键。如日本银行业的不良债权问题不仅受到国际社会关注，而且国际社会频频施加压力，要求日本采取有效的解决措施。我国国有商业银行的不良债权也同样成为国际社会议论的热点。

银行是一个风险高度集中的行业。即使在风险监管、防范相当有效，内控机制相当严密，经营状况相当优秀的银行，也会出现不良债权。依一定概率发生的不良债权，之所以不可避免，是由于银行面对的各种风险是客观的必然存在。比如，由于银行不能与顾客同等地把握顾客的经营信息，道德风险和逆向选择是银行难以全然排除的。而且，即使借款人不存在通过隐瞒信息以获取或过量获取银行融资的条件下，是否能够以利用贷款所取得的收益归还本息，还要取决于市场上的种种不确定的因素。

所以，银行的努力方向是力求使不良债权的发生趋近于较低的概率；对已发生的不良债权寻求最优的化解途径；并保证用于冲抵无法化解的不良债权的专项准备金能够及时、足额地提取。

需要科学的分析

在一片不良债权将会导致怎样可怕后果的警告声浪中，需要对其危害进行科

学的剖析、判断。

——从微观角度看，大量的不良债权，将会危及一个银行的生存。不过，现在很少有由于这样的原因而破产清理的，特别是大一些的银行；通常是申请破产保护、而后进行重组、接受并购之类。

——就银行体系看，怎样规模的不良债权将会影响整个体系的正常运作？规模巨大的不良债权会影响银行普遍严格把握贷款发放条件，造成持续的信贷紧缩。在经济增温的条件下，信贷紧缩可能一时不会变成事实；而经济的降温，信贷紧缩就是雪上加霜的因素。此外，不良债权的大量存在，会影响对该国银行的信用评级，增大从国际金融市场上融资的成本，等等。

——就一个经济体，如就一个国家看，应该如何具体地判断不良债权的消极影响，好像还没有令人信服的研究成果。的确，在经济发展这个极其多元的函数中，要确定与不良债权的相关关系是极其困难的。比如，伴随着大量不良债权，日本经济有十年的低迷，而同样伴随着大量不良债权，中国经济却有十年相当高速的发展。

不同的经济条件、经济环境，有不同的不良债权形成原因；对不良债权有不同的承受能力；当然也会有不同的解决途径和寻求不同的化解时机。不良债权，确是消极因素，必须高度重视；但同时又必须冷静对待，恰当估计。

我国银行的不良债权及其成因

我国银行的不良债权、不良资产问题，是在20世纪90年代中期，开始受到国内外的普遍关注。但大量不良债权的逐步形成，至少要回溯到改革开放之后不久。对于我国不良债权的规模，2002年6月末，中国人民银行首次公布了中国国有金融机构不良贷款数据。四家国有独资商业银行的不良贷款占贷款总额的25.73%。2002年这一年，金融机构的不良贷款比上年末下降了2.26个百分点。

有银行，就有银行的不良债权。计划经济体制之下也概莫能外。巨量不良债权爆发性的出现是在1958年的“大跃进”年代。那是由于银行在过热的政治空气中极度扩张信贷所造成的。日常不良债权的产生途径有二：一是农业贷款总有相当部分不能归还；二是农产品收购贷款中不时有不能按期归还的巨大款项。在计划经济体制下，这些不良债权有时采取暂时挂账的措施，但最终都是靠国家财政的冲销操作来解决的。

改革开放之后，国有经济所需的资金，没有几年，很快从财政、银行两家供给过渡到基本由银行一家承担。原来，基本建设投资所需的资金由财政拨款。1981年实施的“拨改贷”改革，将财政拨款改为贷款。企业长年所需的流动资

金，按原来的制度，要由财政拨付，但从未拨足过。非长年所需流动资金及财政未拨足的部分有银行贷款。1983 年又实施了由银行全面管理，也即全部供给流动资金的举措。这就是说，形成了国有经济所需的资金完全由银行解决的格局。不良债权也就是在这样的背景下积累起来的。

对于从改革开放之初到接近上个世纪末的十多年间不良债权的成因，论证颇多，归纳起来大约有如下一些：

——国有经济的低效率。这是世界各国所有国有国营企业的通病。刚刚走出封闭状态的中国国有经济还有更多的困难：如技术装备落后、产品落后、经营管理落后。于是有大量的亏损企业、微利企业，无力偿还本息。

——体制造成企业不得不听从来自上级系统、来自所在地方的指挥，无从按规律自主经营。瞎指挥造成的重复建设、无理转产等等，造成企业资金，也就是来自银行的资金的极大损失。

——国有企业担负着工商业、服务业绝大部分的社会保障支出和部分社会救济的支出。企业所负担的这些支出，靠的也是银行贷款。

——由国有经济负担的改革成本。人们很容易看到，非国有经济的快速发展和越来越大的贡献，却易于忽视国有经济在这一过程中实际成为改革成本的基本承担者：比如，税收优惠对非国有企业的发展有关键作用，但如果没有对国有企业的“不”优惠，税收优惠政策不可能实施；中外合资是一条极其正确的改革措施，要不是国有企业把原有的“包袱”背下来，如实行“一厂两制”之类的措施，合资企业甚至难以产生，等等。而且，如果不是国有经济承担了社会保障以及部分社会救济的任务，维护了社会稳定，中国经济成长的奇迹也难以设想。至于国有企业所支出的改革成本，主要靠的也是银行信贷资金。

——无论是国有企业还是国有银行，都不是“自主经营、自负盈亏、自担风险、自我约束”的市场经济主体。企业负盈不负亏，存在预算的软约束和强烈的投资饥渴；银行则存在追求信贷扩张的冲动。两者的结合，促成资金的浪费；浪费的资金不可能具有自偿性。

——20 世纪 80 年代中期之后，国有大银行纷纷开办附属的信托、证券机构，从事高风险的揽存放贷和证券投机活动；1992 年经济过热时，更把大量信贷资金注入房地产开发和开发区建设。1993 年中的整顿金融秩序，使得信贷资金套牢在这些方面的问题集中暴露。这也是不良债权引起各方关注的爆发点。

接近上个世纪末，不良贷款的成因逐步有所转化。这是需要继续加以研究的。

债权质量分类法

债权质量关系到银行的盈利能力和稳健程度。因此，不管是银行的管理者还是监管者，都密切关注债权质量的变化，尤其是信贷资产质量的变化。为此，各国银行管理当局一般都要规定一个统一的信贷资产质量分类标准。

不良贷款，在我国，多年来一直是逾期贷款、呆滞贷款和呆账，简称“一逾两呆”的统称。逾期贷款是指逾期未还的贷款，只要超过应该还款的日期一天即为逾期；呆滞贷款是指逾期两年或虽未满两年但经营停止、项目下马的贷款；呆账是指按财政部有关规定确已无法收回，需要用呆账准备金冲销的贷款。由于呆账准备金提取过少，我国商业银行的呆账，大部分已形成应该注销而未能注销的历史遗留问题。

这种分类方法有缺点。如未到期的贷款，不论事实上是否有问题，都视为正常，标准不明；而把逾期一天的贷款即归入不良贷款又过于严格。当不良贷款问题突出之后，改进分类方法就成为十分迫切的要求。

关于贷款分类，国际上大体有两类做法。一类是以美国为代表，以风险度为依据，把贷款分为五类：正常、关注、次级、可疑和损失。采用五级分类法的，除美国外，有加拿大、东南亚和东欧一些国家。我国香港也采用这一做法。另一类是以澳大利亚和新西兰为代表的“大洋洲模式”，即按照是否计息把贷款分为正常与受损害两类；后者又细分为停止计息、重组以及诉诸抵押担保后收回的贷款。国际货币基金组织和世界银行推荐前一类分类法。欧洲大多数发达国家，官方不对贷款作任何分类的规定。但这个地区的商业银行，从内部信贷管理的需要出发，也有采用贷款风险分类法的。

通过国际比较，我国吸取以美国为代表并受到国际金融组织推荐的贷款分类方法。结合我国国情，制定了《贷款风险分类指导原则》，并已于 1998 年 5 月开始试点。2001 年 12 月 24 日，中国人民银行发出《关于全面推行贷款质量五级分类管理的通知》，决定从 2002 年 1 月 1 日起，全面推行贷款风险分类管理。

五级分类各档次的定义分别如下：

正常类：借款人能够履行合同，有充分把握按时足额偿还本息。

关注类：尽管借款人目前有能力偿还贷款本息，但是存在一些可能对偿还产生不利影响的因素。

次级类：借款人的还款能力出现了明显的问题，依靠其正常经营收入已无法保证足额偿还本息。

可疑类：借款人无法足额偿还本息，即使执行抵押或担保的合同约定，也肯定要造成一部分损失。

损失类：在采取所有可能的措施和一切必要的法律程序之后，本息仍然无法收回，或只能收回极少部分。

这种贷款风险分类的特点是：根据所能获得的全部信息，当然包括贷款风险的信息，判断扣除风险损失后的贷款当前价值。风险贷款价值和账面价值的差额，就是对银行所面对的信用风险的度量。

2002 年 4 月 25 日中国工商银行第一个公布了不良债权的比例数字，见表 9—3：

表 9—3　　中国工商银行贷款分类表

项目	2001 年占比（%）	2000 年占比（%）
按贷款五级分类法		
正常	54.43	47.33
关注	15.79	18.24
不良贷款	**29.78**	**34.43**
次级	6.36	9.87
可疑	16.91	18.57
损失	6.51	5.99
按“一逾两呆”分类法		
正常	74.29	70.7
不良贷款	**25.71**	**29.3**
逾期	1.68	5.62
呆滞	22.32	21.39
呆账	1.71	2.29

已经得到识别的信用风险是客观存在，它的实际发生却不一定立即在识别的当时。不过或迟或早终归会发生。所以为了弥补和抵御已经得到识别的信用风险，银行应该计提专项呆账准备金。如果这一制度能保证实现，银行的经营就会处在稳固的基础之上。

表 9—4 是一个呆账准备金计提比例的材料，可参考。

表 9—4　　专项呆账准备金计提比例参考值（%）

	美国	中国香港	匈牙利
正常	0～1.5	0	0
关注	5～10	2	0～10
次级	20～35	25	11～30
可疑	50～75	75	31～70
损失	100	100	71～100

金融资产管理公司与“债转股”

1998 年，中央经济工作会议决定借鉴国外经验，组建金融资产管理公司，专门处理四大国有独资商业银行长期累积下来的不良资产问题。相继成立的信达、华融、长城和东方四家资产管理公司，分别接管四家国有独资商业银行剥离出来的不良资产。

金融资产管理公司由政府出资设立。为了有效地集中处理银行不良资产，允许金融资产管理公司采用多种投资手段，并被赋予一些银行所不具有的权力，如自主决定豁免贷款企业部分本息的权力等。

资产管理公司对从四大国有独资商业银行剥离过来的不良债权的处理方法在不断探索之中。目前采取的方法主要有：（1）债转股；（2）将债权公开拍卖；（3）将债权直接出售给第三方。

其中，“债转股”是重要的方法。所谓“债转股”，就是将商业银行对企业的债权转换为资产管理公司对企业的股权。“债转股”后，资产管理公司将通过对企业的持股或控股，派员参加企业董事会、监事会，参与企业重大决策，改善公司的治理结构和经营状况，实现股权的保值和增值。

第十节　存款保险制度

存款保险制度

银行破产会极大地损害存款人的利益，而且会造成社会和经济的震荡。1929—1933 年的大危机，在一些国家，也正是从大批银行破产开始的。在这样的背景下，存款保险制度（deposit insurance system）应运而生。

存款保险制度是一种对存款人利益提供保护、稳定金融体系的制度安排。在这一制度安排下，吸收存款的金融机构根据其吸收存款的数额，按规定的保费率向存款保险机构投保，当存款机构破产而无法满足存款人的提款要求时，由存款保险机构承担支付法定保险金的责任。

美国是西方国家中建立存款保险制度最早的国家。根据 1933 年美国紧急银行法，由联邦政府出面创建了联邦存款保险公司（FDIC），专对商业银行和互助储蓄银行的存款提供保险。组建这一机构的目的归结为以下三点：（1）重新树立社会公众对银行体系的信心；（2）保护存款者的利益；（3）对银行实施监督，促使其安全经营。联邦存款保险公司是联邦政府的一个独立的金融管理机构，主要是通过经营商业银行等金融机构的存款保险业务执行监督、管理职能。不同于一

般的保险机构，它不以营利为经营目的。存款保险制度的建立，对于稳定美国银行制度起了相当积极的作用。目前，美国98%以上的商业银行和各种吸收存款的金融机构都参加了联邦存款保险公司的存款保险，并接受该公司的监督。

20世纪70年代以来，由于出现金融动荡不安的形势，不少西方国家纷纷以不同的形式建立起适合于本国国情的存款保险制度。例如，英国设有存款保护委员会，向商业银行征集存款保护基金，挪威设有商业银行保险基金，商业银行作为会员参加基金，等等。

到目前为止，从已实行存款保险制度的国家来看，具体组织形式不尽相同：(1) 由官方建立存款保险机构，如美国、英国、加拿大等；(2) 由官方与银行界共同建立存款保险机构，如日本、比利时等；(3) 在官方支持下，由银行同业合建存款保险机构，如德国、法国、荷兰等。参加存款保险的原则也各不相同：有的自愿，有的强制，有的甚至还以参加存款保险作为银行领取营业执照的先决条件。

在存款保险制度中，各国筹集保险基金的方式一般是以法定形式规定按吸收存款总额的一定比例缴纳；也有的国家则规定最低限和最高限。此外，也还有其他形式。至于对每家银行中的每位存户承保的存款数额，则有最高保险额的规定。最高保险额因各国经济发展水平、居民储蓄状况和保险制度完善程度的不同而异。如美国，现在为10万美元，加拿大为2万加元，日本为1 000万日元。对于存款损失的赔偿，各国也不尽相同。大多数国家的法律规定，在最高控制点以内给予100%的赔偿。有些国家则要求存款者也承担一部分损失，比如英国对1万英镑以内的存款损失只给付75%的赔偿；瑞士则按存款损失数额规定了递减赔偿率。

存款保险制度产生以来，一些国家又将该制度由单一职能转向复合的职能。像美国，除提供存款保险外，还有选择地向一些遇到麻烦的银行提供清偿能力紧急援助或紧急资金援助。

存款保险制度的功能与问题

这一制度的功能基本如其组建的目标：维护存款人的利益，维护金融体系的稳定。

存款人是关心自己存款的安全的。但是，就每一个存款人来说，不可能掌握足够的信息和具备良好分析能力，来选择业绩优良和最为安全可靠的金融机构。而且，纵然选择了业绩优良和最为安全可靠的金融机构，也不见得这样的金融机构不会在金融震荡中遭受严重的打击。因而，为数众多的小储户、小投资人在存

款这种金融交易中是弱势群体，而存款保险制度的建立则有利于保护他们的权益。

在金融震荡中，当小储户、小投资人的权益没有存款保险制度的保护时，他们保护自己权益的行为就是“挤兑”。如果某几家金融机构的问题导致的存款人利益受损，影响到其他金融机构存款人的信心，就很容易发生挤兑风潮。这时，即使经营状况良好的金融机构，在没有外部力量干预的情况下，也很难渡过难关，从而造成金融机构的连锁倒闭。存款保险制度对存款人提供的保护，使得挤兑不会给广大存款人带来额外的利益。这就大大降低了挤兑和金融机构连锁倒闭的可能性，起到维护金融体系安全和稳定的作用。

应该说，设计存款保险制度的初衷，在大半个世纪的实践中是体现出来了。但与之同时，这一制度在实际执行当中，也产生了以下几方面的相反结果：

对存款人来说，存款保险制度对其利益提供了保护，但却由此降低了他们关心银行经营业绩和对银行业务经营活动进行必要监督的积极性，甚至缺乏积极性将其存款从潜在破产的银行中取出。因此，就使低效率、甚至是资不抵债的银行能够继续吸收存款。这就是20世纪80年代美国的储贷协会中所谓的“僵尸银行(zombie bank)”的状况。这些“僵尸银行”从其竞争者手中吸收走了存款，并以低的贷款利率与竞争者争夺市场份额。

对投保机构来说，存款保险对存款人的保护意味着存款人挤提威胁对存款货币银行可能施加的惩戒力量受到削弱。无“后顾之忧”之后的银行，更倾向于从事风险较高、利润较大的银行业务，如以较高利率吸收存款，从事风险较大的贷款等。

对于监管当局来说，存款保险制度还有延缓金融风险暴露的作用，容易被权力者利用，导致风险不断累积，由此加大解决问题将要付出的代价。

存款保险制度在以上几个方面促成的风险，不仅会削弱市场规则在抑制银行风险方面的积极作用，而且使经营不善的投保金融机构继续存在。由于这些投保机构的高风险、高利率举措，使得经营谨慎的金融机构在业务经营上无法与之公平竞争，这间接地允许和鼓励了金融体系内部的资产质量恶化和风险积累。由此导致的实际结果与设计存款保险制度以维护金融体系稳定的初衷完全相悖。

所以，在国外，对于存款保险制度有着极不相同的评价。

这一制度引进我国的问题

在我国，关于建立存款保险制度的问题，近十余年，讨论持续不断。从银行越来越走向按市场机制运作的轨道来说，为了加强金融体系的安全性、稳定性，

相当普遍的见解是：建立这一制度是必要的，虽然它伴随着难以避免的消极面。但同时也有不同的意见。比如，认为国有资本在银行资本中占绝大比重的条件下，通过推行这一制度以提高公众对银行体系稳定性的信心到底有多大的紧迫性，还值得进一步论证。

就实践角度来看，有些障碍能否逾越有关键意义。比如讨论中，许多建议是从支持中小银行发展的角度考虑的：认为建立存款保险制度可以提高中小银行的稳定性，扭转人们对中小银行缺乏信心的状况，有利于中小银行扩大存款的吸收，发挥支持中小企业的作用。然而，正是中小银行存在着进行存款保险的巨大困难。对存款进行保险会立即增加吸收存款的成本，假如只在中小银行推行这一制度，必将进一步削弱它们本已无法与国有大商业银行抗衡的竞争力。

如果设想在所有的银行中推行，包括国有独资商业银行在内，由于存款成本的增加，目前主要靠存贷利差形成收益的困难格局，会进一步加剧困难。要逾越这样的障碍，涉及利益分配的财政金融政策，如利率政策、税收政策等，必须进行动作较大的调整。否则，议论变不成实践。

第十一节 银行与产业

存款货币银行在其经营活动中，与非金融产业，特别是工商企业，有着密不可分的经济交往。如何看待这样的交往并从而如何确定处理交往的方针，不仅对银行自身有重大意义，而且关系整体经济的发展。

关于"万能垄断者"的理论

银行资本与产业资本的关系，在19世纪末期，受到经济政治界的特别关注。

20世纪初，马克思主义经济学家希法亭（Hilferding）在他的《金融资本》一书中论证了资本主义经济发展的积聚和集中造成了大银行对工商业的控制和大银行与大工商企业的结合，并首次提出金融资本（financial capital）的概念。这一理论研究成果受到国际共产主义运动人士普遍重视。列宁正是在这一背景之下展开了有关这一问题的研究。

列宁在论证资本主义从自由竞争阶段过渡到帝国主义阶段时，大量吸收了希法亭的研究成果，考察了银行的作用所发生的本质变化。按照列宁的表述，那就是由中介人变成了垄断者。

列宁剖析了基于生产集中的银行集中。一方面，由于生产的集中出现了一些

大企业，它们需要大量的信用，这只有大的银行才能予以满足；另一方面，由于工业生产的集中，使得大量游资集中于银行，从而为大银行的出现创造了客观条件。银行的集中是通过竞争的途径实现的。在竞争中，大银行利用分支机构多、资本雄厚、组织技术条件优越等有利条件，通过对中、小银行的排挤、吞并，使自己更加壮大起来。

银行集中发展到一定程度，必然引起银行垄断的形成。列宁指出："在少数几个经过集中过程而仍然在整个资本主义经济中处于领先地位的银行中间，达成垄断协议、组织银行托拉斯的倾向自然愈来愈明显，愈来愈强烈。"①

随后，他指出：当信用日益集中于少数大银行，几家大银行垄断了企业的信贷，这就使银行与企业的联系更加密切；大企业更加依赖于少数银行集团；银行进一步加强对企业的监督和控制。于是，银行垄断资本和产业垄断资本相互渗透，彼此融合并混合生长，从而形成金融资本。至此，一小撮既掌握产业资本又掌握银行资本的金融寡头控制了国家的主要经济命脉，并进而主宰着整个国家的经济、政治、文化和社会生活。银行等金融机构则成为以金融寡头为首的垄断财团的控制中心。每个财团都拥有银行和其他金融机构作为其重要组成部分，并通过这些机构对国民经济各部门进行控制；有些财团本身就是以大银行作为中心而形成的。

基于这样的剖析，列宁做出论断："随着银行业的发展及其集中于少数机构，银行就由中介人的普通角色发展成为势力极大的垄断者，它们支配着所有资本家和小业主的几乎全部的货币资本，以及本国和许多国家的大部分生产资料和原料产地"②，成为资本主义国民经济体系的神经中枢。

自列宁根据当时的资料做出这样判断的近百年，西方发达国家的经济和金融状况几经变化，但大银行的地位和作用仍然可以而且应该称之为"神经中枢"。当然，列宁的这一理论已很少有人提及；如何全面剖析、评价由之引申的经济、政治判断也非易事。但就银行理论的研究来说，了解其历史发展脉络还是必要的。

"产融结合"

产融结合这个词组是近几年在我国流行起来的。

工业、商业等各种产业与金融这一特殊产业相互之间存在着不可割断的联系

① 《列宁全集》，中文2版，第27卷，355页，北京，人民出版社，1990。
② 《列宁全集》，中文2版，第27卷，346页，北京，人民出版社，1990。

是不言而喻的。进一步说，没有金融支持的工商业是无从发展的；而不与工商业交往的金融业更难以设想。问题是两方面以怎样的紧密程度联结。大别之，可作如下的划分。一是单纯的存、贷、结算等金融服务的联系。这是早期的银行与工商业者之间的主要联系形式。直到今天，这种联系形式依然是作为双方建立联系的起点而广泛存在。二是超越单纯金融服务的联系形式，至于联系的紧密程度则由低而高，直至列宁所曾描述的"彼此融合并混合生长"。在发达的市场经济国家，也不断对之有所限制。如对金融业的分业约束，就包含对之加以限制的监管思路。同时，反垄断的法规也包含这样的内容。不过，事实上，比单纯金融服务联系形式更紧密的联系一直保持主导地位。我国，在实施了近半个世纪的计划经济体制下，银行与企业同属于国家，银行一直保证对企业的资金供给，联系应说十分紧密。但这是在行政指挥、组织、干预之下操作的；而银行与企业之间的联系却纯属单纯金融服务的形式。改革的不断深入和市场经济体制的加速推进，使得银行和企业，各自作为市场经济中的微观经济行为主体，如何依据市场规则建立经济发展所必要的紧密联系，日益为人们所关注。产融结合问题的研究正是反映对于推进这一进程的积极态度。

产融结合这个词组的使用有狭义与广义之分。狭义的产融结合是指银行和工商企业之间通过债权、产权及人事方面的相互渗透，实现同生共长的一种状态。广义的产融结合是指产业部门和金融部门——即不仅是银行，也包括非银行金融中介的整个金融部门，实现融合化发展的状态。

在 20 世纪 30 年代世界经济大危机以前，产融结合的主要表现就是银行垄断资本与产业垄断资本相互渗透而生成的金融资本。这样的结合在那时基本没有针对性强的法律予以限制。大危机后，美国在 1933 年通过了《格拉斯-斯蒂格尔法》，禁止商业银行持有和买卖公司股票。这标志着美国等一批国家的金融业进入分业经营、分业管理的阶段。如果说，产融的结合有其经济的内在必然性，因而严格地分业监管则促成产融结合模式的转化。以美国为例，则是转化为：通过大力发展证券市场，使具有竞争实力和发展潜力的工商企业，在直接融资的形式下，实现与投资银行等非银行金融结构的产融结合。同时，商业银行通过贷款银团、银行信托部和银行持股公司向产业部门注资，实现间接的产融结合。与之同时，也有不少国家，如德奥和北欧国家，并未转入分业监管模式。第二次世界大战后，区别于美国，德国和日本成为另一种模式的代表：德国依然主要是大银行和大工商企业的直接融合；日本虽然实施分业监管，但却鼓励主办银行向企业发放巨额贷款并允许一定限度的股权投资，——仅就贷款来说，其金额与条件较之任何直接投资毫不逊色。20 世纪 80 年代，金融领域的分业监管逐步放松，1999

年美国通过了具有标志意义的《金融服务现代化法》。这就使产融结合模式的区分日益模糊，就世界范围看，实现广义的产融结合已成为必然的趋势。

国外产融结合的具体途径主要有：(1) 以债权债务关系为纽带。这一模式下的银企关系不是短期、小额、松散的借贷关系，而是大银行与大企业之间长期、大额、稳定的借贷关系。在这样关系的基础上，银行对企业形成一定程度的控制。如在日本的主银行制度中，主银行是客户企业的最大债权人，在企业出现经营危机时会以紧急融资给予支持；而对企业的经营管理则有审核监督的权利。(2) 以股权关系为纽带。银行或企业单方面持有对方的股权，主要是指银行持有企业股权，是单向持股模式；银行和企业相互持有对方的股权是双向持股模式。银行与企业间从外在的债权联系发展到内在的股权融合，加大了银企利益的关联度。许多跨国公司和跨国银行多是借助这样的融合方式迅速发展起来的。如当代著名的奔驰汽车公司和日本的六大财团实际上都是产融高度结合的产物。(3) 人事结合模式，即银行和企业之间双向人事渗透，互派人员。比如美国银行派人员担任企业外部董事，德国银行派代表进入企业董事会，日本银行派高级职员到企业担任终身经理和对企业进行监督等。

产融结合超越金融行业与工商企业之间单纯金融服务的联系形式，是经济发展之所必要。它所带来的好处可以罗列许多。如产融结合建立起来的稳定的、长期的关系，有利于降低产融双方为达成有关契约所需支付的信息搜寻成本、谈判成本、签约成本等交易成本，有助于经济效率的提高；如有利于产融双方双向监督，特别是银行对企业的监督，帮助企业规划发展和改善经营管理；如有利于实现产融双方的利益共享、风险共担、优势互补，发挥双向规模经济效应，等等。

国外产融结合对各国经济发展发挥了重要的作用。特别是德国和日本，通过产融结合建立起来的以银行为核心的大公司、大企业集团，成为战后经济迅速恢复和增长的支柱。在我国经济转轨时期，尤其是加入 WTO 后，国内企业和银行以及非银行金融机构都面临着日益激烈的竞争和不断增加的风险，因而积极推进产融结合具有重要的现实意义。

然而，金融业和非金融的工商业终归是业有分工。推进结合，但终归不能把双方合二而一。结合是必然趋势，但过分的垄断，在今天，依然应予抑制。因而，对产融结合需要有全面的分析。

对我国产融结合方式的探索

改革以来，产融结合在我国已有实践探索。最早的实践是 20 世纪 80 年代中期交通银行的设立，它的股本中有 1/4 强来自于工商企业的投资。之后出现了工

商企业向地区性股份制商业银行参股的高潮；进而有大型工商企业集团，通过建立全资附属的商业银行，而将资本运作延伸到银行领域，例如中信实业银行和中国光大银行的建立。从 1996 年 7 月 1 日开始，在部分城市的国有大中型企业试行有中国特色的主办银行制度——一家企业以一家银行作为自己的贷款银行并接受该银行的金融服务以及财务监督管理的一种银企结合制度。

我国目前的产融结合，不仅与国际通行做法相距甚远，而且与市场经济发展的要求很不适应。比如银行资本与产业资本仅是单一类型的结合，即仅是工商企业对银行的单向资本渗透。银行在这种结合中处于被动地位，股权联系松散，规模小，实力不强。主办银行制度仅强调主办银行对企业的金融服务，没有体现银行对企业的监控。而且，仅限于合作协议，没有长期稳定的产权纽带。

进一步拓展我国产融结合的广度和深度，以推进商业银行与企业市场化进程，既要借鉴发达国家的经验，又要立足于我国仍以银行间接融资为主的融资格局以及分业经营与分业管理的体制。讨论中提出的思路主要有：

(1) 完善主办银行制度：针对目前主办银行制度存在的问题，从制度基础、操作技术、理论建设等方面探讨改进的途径，以使这一制度发挥较大的作用。

(2) 债权转股权：这是指对那些经营管理和市场前景良好，但由于注资不足而陷入困境的企业，银行可将超过一定年限的部分贷款转为对该企业的股权投资。这可能是有利于解决国有企业高负债、保全银行资产，强化银行对企业监督和管理的一种可能的途径。

(3) 组建金融控股公司：借鉴美国持股公司的做法，由商业银行向企业集团的财务公司等非银行金融机构参股、控股或直接建立自己的控股公司实现间接的产融结合。

(4) 建立银企集团：由于大企业和大集团资金流量大，信贷资金占用多，经济效益比较稳定，合作风险小，应允许商业银行与大型绩优企业集团之间的双向股权融合，并互派股权代表，建立以股权为纽带，生产、贸易、资金、服务一体化的银企集团。由交通银行、工商银行等参股的宝钢集团就是这一模式的代表。

第十二节 存款货币银行的经营原则与管理

存款货币银行是企业

各国的存款货币银行，不论是叫商业银行，是叫存款银行，还是叫其他什么名称，都是以经营金融业务获取利润的企业（enterprise，business）。在市场经济

条件下，工农业生产部门创造的价值，必须通过流通部门来实现。流通领域在实现商品价值时，要有银行从事货币收付、资金融通、转账结算等金融业务。与从事价值创造、价值实现的工、农、商等各业比较，银行业与它们是业有分工；但又与它们具有共同的性质——都拥有从事业务经营所需的自有资本，实行自主经营、独立核算、依法活动、照章纳税，并遵从市场经营原则，以营利为核心目标。

利润目标，最具本质意义。如果不能为股东或经营者带来利润，银行就不会创办；即使创办了也不可能坚持存在下去。在日常业务经营中，选择或开发哪些业务项目，无不视能否为银行带来盈利及带来多少盈利而定。在市场机制的自发调节下，追求利润同时也满足了社会经济的客观需要。自然，单凭市场机制、利益机制的调节，也难以避免与社会经济发展的客观需求之间产生矛盾。在世界各国，对金融业普遍强调必须加强国家的监督管理，也正是针对这一矛盾的存在而采取的方针。

商业银行的经营原则

商业银行的经营有三条原则：盈利性、流动性和安全性。

追求盈利是商业银行经营目标的要求，是改进服务、开拓业务和改善经营管理的内在动力。这一原则占有核心地位是无须解释的。

流动性问题，或者说清偿力问题，是指银行能够随时满足客户提取存款等方面要求的能力。实际生活中，一般说来有两种情况：(1) 提取或兑付的要求是有规律或较有规律的。对此，银行能够较精确地预计并做好安排。(2) 突发的提存和要求兑付。突发的要求往往由一些突发的事件所引发，而且客户集中涌来，同时要求提存和兑付，这就是通常所谓的“挤兑 (a run on a bank)”。对此，银行很难预料。但如不能妥为应付，会立即陷入破产清理的境地之中。为了保持流动性，银行在安排资金运用时，一方面要力求使资产具有较高的流动性；另一方面则必须力求负债业务结构合理并保持自己有较多的融资渠道和较强的融资能力。

安全性原则，是指管理经营风险，保证资金安全的要求。银行经营与一般工商企业经营不同，其自有资本所占比重很小。最典型的业务是依靠吸收客户存款或对外借款用于贷款和投资。在资金运用过程中，由于可确定的和不可确定的种种原因，存在着诸多风险。以贷款为例，就是拖欠风险、利率风险。如果本息不能按时足量收回，必然会削弱乃至丧失银行的清偿力，危及银行本身的安全。所以，坚持安全性原则，力求避免或减少各种风险造成的损害，历来都是银行家们所高度重视的事情。

三原则既有统一的一面，又有矛盾的一面。一般说来，安全性与流动性是正相关的：流动性较强的资产，风险较小，安全有保障。但它们与盈利性往往有矛盾：流动性强，安全性好，盈利率一般较低；盈利性较高的资产，往往流动性较差，风险较大。因此，银行在其经营过程中，经常面临两难选择：为增强经营的安全性、流动性，就要把资金尽量投放在短期周转的资金运用上。这就不能不影响到银行的盈利水平。为了增加盈利，就要把资金投放于周转期较长但收益较高的贷款和投资上。这就不可避免地给银行经营的流动性、安全性带来威胁。对此，只能从现实出发，统一协调，寻求最佳的均衡点。

资产管理与负债管理

究竟如何实现盈利性、流动性和安全性三原则要求，是个经营管理的问题。随着各个历史时期经营条件的变化，西方商业银行经营管理理论经历了资产管理、负债管理、资产负债综合管理的演变过程。

资产管理（assets management）理论是商业银行最传统的管理思路。在 20 世纪 60 年代以前，银行资金来源大多是吸收活期存款。在银行看来，存不存、存多少及存期长短，主动权都操在客户手中，银行自身的管理起不了决定性影响。而资金运用的主动权却操之于自己之手，所以银行必然会看重资产管理。

在资产管理中，资产流动性的管理占有特别重要的地位。随着经济环境的变化和银行经营业务的发展，其理论历经了如下三个不同发展阶段。

第一阶段是商业贷款理论（commercial loan theory），即真实票据论（real bill doctrine）。这在本章第四节已作介绍。概括而言，即认为为了保持资金的高度流动性，贷款应是短期和商业性的；用于商品生产和流通过程的贷款要是具有自偿性（self-liquidation），最为理想。前面已经指出，即使是以真实票据为依据贷款，有时，如危机时，也不能百分之百地保证归还。

第二阶段是可转换性理论（convertibility theory）。这是 20 世纪初提出的。该理论认为，为了应付存款提取所需保持的流动性，商业银行可以将其资金的一部分投资于具备转让条件的证券上。由于这些盈利资产能够随时出售，转换为现金，所以贷款不一定非要局限于短期的和具有自偿性的投放范围。显然，这种理论是以金融工具和金融市场的发展为背景的。

可转换性理论的产生，使商业银行资产的范围扩大，业务经营更加灵活多样。但是在人们竞相抛售证券的时候，银行也很难不受损失地将所持证券顺利转让。

第三阶段是预期收入理论（anticipated income theory）。这种理论产生于 20

世纪40年代末。第二次世界大战后，经济的发展带来了对贷款需求的猛增，并且资金需求多样化。在这样的背景下，预期收入理论应运而生。这种理论认为：一笔好的贷款，应当以根据借款人未来收入或现金流量而制定的还款计划为基础。这样，无论放款期限长短，只要借款人具有可靠的预期收入，就不至于影响流动性。换言之，这种理论强调的不是贷款能否自偿，也不是担保品能否迅速变现，而是借款人的确有可用于还款付息的任何预期收入。

这种理论的提出，推动商业银行业务向经营中长期设备贷款、分期付款的消费贷款和房屋抵押贷款等方面扩展。但它显然也有缺陷。银行将资产经营建立在对借款人未来收入的预测上，而这种预测不可能完全准确。尤其是在长期放款和投资中，借款人的经营情况可能发生变化，因而届时并不一定具备偿还能力。这就会损害银行的流动性。

负债管理（liability management）理论是在金融创新中发展起来的理论。关于20世纪60年代开始的金融创新，前面已经指出，其背景，一方面银行面临资金来源不足的窘境；另一方面为了维持与客户的良好关系，又必须满足客户对融通资金的要求。因此，迫使银行不得不以创新方式去获取新的资金来源。负债管理的核心思想就是主张以借入资金的办法来保持银行流动性，从而增加资产业务，增加银行收益。负债管理认为，银行的流动性不仅可以通过加强资产管理获得，向外借款也可提供流动性：只要借款领域宽广，流动性就有保证。而且，负债业务管理有效，则无须经常保有大量高流动性资产，并可将资金投入到更有利可图的资产上，银行收益则将提高。

负债管理开创了保持银行流动性的新途径：由单靠吸收存款的被动型负债方式，发展成向外借款的主动型负债方式；根据资产业务的需要组织负债，让负债去适应、支持资产。这就为银行扩大业务规模和范围创造了条件。

负债管理存在的明显缺陷是：(1) 提高了银行的融资成本。因为，通常经由借款融进资金必须支付高于一般存款的利息。(2) 增加了经营风险。因为借款主要借助金融市场，而市场则是变幻莫测的。(3) 往往会使银行忽视自身资本的补充，从而不利于银行稳健经营。

资产负债综合管理（comprehensive management of assets and liability）理论则产生于20世纪70年代末80年代初。无论是资产管理还是负债管理，都只是侧重一个方面来对待银行的盈利性、流动性、安全性。于是很难避免重此轻彼或重彼轻此现象的发生。比如资产管理过于偏重安全性和流动性，往往以牺牲盈利为代价，这不足以鼓励银行经营的积极进取；而负债管理过分强调依赖外部借款，则增大了银行经营风险。因此，人们日益认识到，能将盈利性、流动性和安全性

二者的组合推进到更为协调合理、更为有效率的管理，应该是对资产和负债并重的、综合性的管理。

这种理论的基本思想是将资产和负债两个方面加以对照并作对应分析，通过调整资产和负债双方达到合理搭配。比如针对解决流动性这一核心问题，既从资产和负债两方面去预测流动性的需要，同时又从这两方面去寻找满足流动性需要的途径；既重视对流动性资产同易变性负债之间的缺口分析以及对贷款增长额同存款增长额之间的差距分析，同时又密切监控银行日常的流动性头寸状况，保持随时调节头寸、安排头寸的能力。为实现收益最大化、风险最小化的目标，资产负债综合管理发展有种种具体手段。

我国银行的经营原则

在改革开放以前“大一统”的银行体制下，长期存在着银行是行政机关还是经济组织的争论，或简称为“机关”和“企业”之争。占统治地位的看法是：国家银行既是一个全民所有制的经济组织，办理信贷业务；又是一个金融行政机关，根据国家的金融政策，管理和监督金融活动。

随着金融体制的改革，先是形成了以专业银行作为存款货币银行主体的中央银行金融系统。专业银行是国家的银行，它既作为经营信贷业务的组织，又是国家的金融行政管理机关。其职责一是作为独立核算的企业法人，经营存款货币银行的多项金融业务，而且经营的自主权处于逐步扩大的过程之中；二是执行国家的产业政策，保证国家信贷计划的完成，并根据中央银行的授权在相当广泛的方面从事金融管理和监督。从1994年开始，启动了专业银行向国有商业银行转变的过程，并在后来的商业银行法中明确了国有商业银行的企业法人地位及其相应的职责。

作为从事金融业务的经济组织，金融业经营的三原则是不能回避的。我国的银行法也明确规定商业银行以效益性、安全性、流动性为经营原则，实行自主经营、自担风险、自负盈亏、自我约束。盈利原则可以从经济效益角度理解。国有商业银行在自己的经营活动中必须全面地讲求经济效益，通过讲求效益所获得的盈利是国家聚集资金的重要渠道。对此不能轻视和误解。在讲求经济效益的过程中必然有银行自身效益与社会效益两个方面。原则上应力求两者的协调一致并应以社会效益为主导。社会效益的评价往往由国家的政策要求体现，因而经常需要正确处理执行政策与讲求自身经济效益的矛盾。从事信贷经营，流动性和安全性问题也是必然存在的。但是国有商业银行及其经营环境有许多特点。如国有商业银行虽说自负盈亏，但它们是国家的银行，以国家财政的强大实力为后盾；国有

商业银行信贷支持的对象，其极大部分是国有经济的企事业单位，对它们的信贷支持，包括大量的短期信贷支持，实际上有相当部分具有长期投资性质；资产负债业务形式仍然较为单一，金融工具较少，金融市场尚在发育之中；国家的一些政策要求需要国有商业银行配合实施，而且还需国有商业银行在经济上给予支持，主要是给予贷款支持，等等。由于这些集中反映为银行的“国有”性和尚处于“转轨”中的特点，对三个原则如何具体要求和衡量，就存在着许多在市场经济国家中并不存在的矛盾。而这些矛盾是不能简单套用发达市场经济国家一般商业银行的经验来解决的。

我国现行的资产负债管理

在20世纪80年代末期之前，我国对商业银行实行的是贷款规模管理，即由中央银行直接对商业银行下达允许发放贷款的最高限额。从80年代末期开始，在贷款规模管理的框架下，一些国有商业银行在国内部分城市试行资产负债比例管理；1994年起在商业银行中全面推行。

资产负债比例管理是资产负债管理的一种形式。其意向是：通过规定一系列的监控、监测比例指标实现对资产和负债的同时管理，以保证银行在安全性和流动性的基础上追求盈利性，避免风险。有关的一些比例，如我国《商业银行法》规定，商业银行的资本充足率不得低于8%；贷款余额与存款余额的比例不得超过75%；流动性资产余额与流动性负债余额的比例不得低于25%，对同一借款人的贷款余额与银行资本余额的比例不得超过10%，等等。

从1994年至1997年底，实行的是贷款规模控制下资产负债比例管理，即中央银行既规定贷款规模，又规定资产负债比例指标。从1998年1月1日起，取消了规模管理，实行“计划指导、自求平衡、比例管理、间接调控”。从直接调控转为间接调控，就为增强商业银行的自主经营能力创造了条件。

深化国有商业银行改革

深化国有商业银行改革，这是近年金融体制改革中作为重中之重的任务提出来的。尤其是1997年东南亚爆发金融危机以来，作为建立现代金融体系最关键的国有商业银行改革，更成为十分紧迫的事情。人们在分析困扰国有商业银行发展的因素时，不断从诸多不同的角度——现实的和历史的、宏观的和微观的、内部的和外部的、政治的和经济的等等——来揭示问题的症结并探讨解决的对策。归纳起来大体有：产权明晰的要求如何贯彻落实；行政干预如何摆脱；到目前依然没有完全分清的政策性业务与商业性业务如何彻底分清；市场条件的约束如何

强化；作为主要顾客的国有企业，其机制转换如何尽快实现；银行本身的不良资产包袱如何卸掉，等等。这些问题彼此纠缠、环环相扣，均非孤立地存在。困难和问题不是银行改革带来的，而是由于改革触动到旧体制的深层弊端，使原有体制下长期累积下来的深层矛盾暴露和明朗化，是经济体制改革和国民经济运行中的诸多矛盾和问题在国有银行身上的反映。说到底，是个体制问题。所以，国有银行改革中的问题要放到整个经济体制改革中去认识，并结合整个经济体制的改革进程统一协调才能取得彻底解决。

由此，有这样几点需要明确：(1) 国有商业银行面临的深化改革涉及面广，许多方面国际上并无现成的经验可供我们照搬，一切均须从中国国情出发。(2) 在整个经济体制大格局尚需通过深化改革逐步理顺的状态下，不应企望银行领域的每项改革只要出台就必须一步到位。应因时因地制宜，交错渐次推进，并须估计到可能出现的反复。(3) 改革的进程必然伴随着原有利益格局的调整，而这种调整的正负效应，从一定意义上讲，又决定着改革能否深化。因而，改革的任何决策均必须与触动利益格局变更所可能造成的社会经济生活震动结合考虑，统筹安排。(4) 此外，还有一个由于种种原因所造成的社会经济行为主体信用观念淡薄的问题相当突出。这对于银行改革的成败具有更深远的意义。关于重建信用的问题，在第二章已有专节讨论。

第十三节　风险管理

风险管理（risk management）属于管理的范围。在存款货币银行的管理中，近 20 年以来，风险管理倍受关注并在管理系统中占有重要地位，需单独讨论。

风险管理不仅对存款货币银行极为重要，对所有金融中介机构也同样极为重要。

管理风险而不是消除风险

关于风险，在第七章第四节已有概括说明。从事经济活动，特别是金融活动，必须冒风险，除非根本不进入这一领域。

进入 20 世纪 70 年代以来，金融的风险日益增大。首先，70 年代金融自由化中，许多国家和地区取消利率管制和汇率管制的做法，使利率、汇率以及金融产品价格的波动加剧，金融风险大幅度提高。其次，现代通讯技术，特别是因特网的发展，加上自 20 世纪 80 年代就已经开始的经济全球化趋势，使金融风险的

扩散速度加快。20世纪80年代末90年代初发生的一系列重大金融风波，使所有金融开放国家的经济活动在不同程度上受到影响。近年来金融危机产生、发展和扩散的过程，就像一些科学家们用非线性系统理论所描述的：蝴蝶翅膀向左扇动一毫米，也许会改变雷暴雨的方向；世界上所有的人和事物均被笼罩在一张充满相互制约的巨大的非线性网中，一个地方小小的变化会导致其他所有地方的震荡。[①]

面对这样的现实，风险实际是无处逃避和躲藏的。而且，跌宕起伏的金融环境其实给金融机构以及金融专业人士提供了更大的机遇和挑战。成功的关键是学会驾御与管理金融风险。

在驾御风险中，金融机构起着尤为重要的作用。20世纪80年代的经验证实，无论过去还是现在，金融机构都不同于一般企业。它们销售的产品和服务是：吸收风险，调节风险，提供关于风险的咨询。[②] 因而它们能够比非金融机构更好地分散风险。如从最终投资人那里汇聚资金，再通过分散投资和多样化投资的方式将资金投放出去。例如，银行发放贷款取得利息收入，也就是从借款人那里吸收风险，取得风险补偿；同时依靠专业管理技能可以帮助单一的最终投资人将独立投资必须承受的风险多样化和分散化。正是在这个意义上，世界著名的金融机构花旗集团前董事长沃尔特·瑞斯顿说过一句颇有哲理的话：生活的全部内容是管理风险，而不是消除风险。

当然，对于金融机构来说，高超的风险管理技术和方法显得特别重要。

风险管理的含意

关于风险的概念，第七章第四节指出，一般的理解，是指未来结果的不确定性；也可理解是未来出现坏结果，如损失的可能性。

从这样的概念出发，风险管理是一种"事前的"管理，即属于投资决策的环节。对于贷款等资产业务的方针以及具体项目进行风险评价，无疑对存款货币银行的决策有关键意义。不仅是事前，风险管理也要延伸到资金投放的过程之中：已投入的某一或某些项目的贷款由于种种原因从风险较低变为风险较高，或者相反，显然，进一步的决策则必须作相应的调整。

出现损失的可能性，其本身就包含着对立的一面：出现收益的可能性。否则，就不是"不确定性"。假如，只有出现损失的可能性，而无出现收益的可能

① 米歇尔·沃尔德罗普：《复杂》，79－80页，北京，三联书店，1997。

② 多米尼克·卡瑟利：《挑战风险》，21页，北京，商务印书馆，1997。

性，那就是说，任何有一点点风险的投资项目都应拒绝。生活中，毫无风险的投资是不存在的，前面已不止一次地指出这一点。第四章论述的无风险利率，实际是指风险相对最小的短期国库券的市场利率，也非毫无风险的利率；甚至不投资，前面也指出，并不等于毫无风险。所以对风险的正确理解应是收益可能性与损失可能性两个方面的统一。

正是在收益可能性的基础上有一个重要的概念，即风险升水（risk premium）；风险溢价、风险价值、风险收益、风险报酬、风险酬金等等均为同义语。以公式表达：

$$风险升水=\begin{matrix}有风险的投资\\的预期收益率\end{matrix}-\begin{matrix}无风险的投资\\的预期收益率\end{matrix} \tag{9·2}$$

既然存在风险升水，所以对风险升水的追求构成风险分析和风险管理的重要内容。

然而同时有出现损失的可能性，所以追求风险收益必然要承担风险。换言之，现代的投资理念是以风险承担换取风险收益的理念。

或许说，这样的观念早已有之，如高风险，高收益；风险低则收益也高不了之类。但现今已全然超出这样较为笼统的思维状态。最为核心的是，对于风险的度量、衡量已有科学的、精确的方法。相应地发展了预防风险、分散风险、转嫁风险、对冲风险、补偿风险的种种策略和金融工具（关于这些，其主要内容在第七章已经简略讲述过）。也只有在这样的基础上，现代的风险管理才得以形成。

就同风险的概念早已有之一样，对风险的管理也早已有之。如存款货币银行经营三原则中的流动性、安全性都涉及风险问题；无论是资产管理，是负债管理，是资产负债综合管理，也无一不包含管理风险的内容。但直到一二十年之前，在过去的长时间里，对风险的管理是包含在一般管理之中。而在现代的大存款货币银行中，往往在董事会下设立风险管理委员会和具体执行风险管理的部门，监管银行的各职能部门。

VaR 技术：一种重要的风险评价和控制方法

目前关于风险管理的方法很多，其中受到重视的方法之一是 VaR 技术。VaR 的全称是 Value at Risk。译作"在险价值"较好。它产生于 1994 年。

VaR 是一种用标准统计技术估计金融风险的方法。它的定义是：一种可以在正常的市场环境下，给定一定的时间区间和置信度水平，预计某种资产或资产组合最大损失的方法。VaR 的计算方法可在专业的书籍中找到。其计算的结果，可简单举一个例子：持有期间为 100 天的证券投资组合，其 VaR 值，在 99% 置

信度水平下，是3 500万美元。这就是说，在正常的市场环境下，该组合在未来的100天里，有99%的把握，预计损失不会超过3 500万美元；但却有1%的概率，如在100天中有1天，预计损失会超过3 500万美元。这是一个十分有用的数字。这个数字揭示了该组合面临的市场风险程度。如果组合持有者承受风险的底线是2000万美元，那么，就需要采取措施降低风险。

VaR技术适用于复杂的投资组合，用来说明投资的杠杆作用和分散的效果。其最重要的特点就是，一个简单的表述潜在风险的数值就可以使任何人都明白风险有多大。

在确定怎样采取措施时，VaR同样可以发挥作用，因为在计算VaR值的过程中，可以告诉你从哪里着手进行调整就能降低风险。

这就是金融监管部门以及金融实业界越来越主张使用VaR体系的原因。

VaR技术的局限性在于，VaR的值表明的是一定置信度内的最大损失，但并不能绝对排除发生高于这个值的损失的可能性。VaR技术更不能替代好的管理、好的经验和好的判断。也就是说，它只是一个工具，而不具备决策的品格。

银行的内部控制

风险管理不只是风险的计量和据以进行经营决策的问题，与之同时还有另一个重要方面，即对内部人员行为的监督与管理。

进入20世纪90年代，在银行界接连发生两起大案。一起是英国巴林银行因其新加坡分行的人员进行金融衍生工具的投机失败而导致破产；紧接着的另一起案件是日本大和银行纽约分行人员长期进行非法交易而受到严厉制裁，并导致该银行不得不宣告破产而被兼并。这两起事件说明，在金融风险急剧加大的条件下，如果内部的管理跟不上去，也许仅仅是一个点的失败，就会使一个银行，哪怕是极具实力的银行遭到致命的打击直至破产清理。这就使存款货币银行和其他所有金融机构认识到必须建立起自身的有效内部控制和监管的体系。

泛而言之，内部的管理，上下左右的相互制衡，是银行发展过程中早就有的。但当前的内部管理突出的是与风险管理直接结合在一起，并形成了一套从目标到原则，从文化到组织体系的具有独立性的内控机制。1998年，巴塞尔委员会还专门议定了《银行机构内控体系的框架》。

[复习思考题]

1. 一个金融机构是否是存款货币银行，其判断的基本标志是什么？
2. 存款货币银行经营哪些业务？什么是表外业务，这类业务为什么越来越

受到重视？几类业务之间存在着怎样的相互制约关系？

3. 从现代商业银行在我国的出现，演进到今天的存款货币银行体系，——对于这个一百多年的全过程试予简明的描述。

4. 存款货币银行与其他金融机构相比，最大的不同是什么？为什么它在金融机构体系中居于主要的、主导的、主体的地位？

5. 一些西方国家的金融业，近年来经历了分业经营到混业经营的发展过程，你是如何理解这一体制变迁的？对我国从 20 世纪 90 年代中期以来实行的金融分业经营、分业管理的格局、背景及当前的发展变化趋势，你又有怎样的看法？

6. 金融创新指的是什么？为什么创新活动形成一种趋势？从经济发展的角度来看，创新的意义何在，同时带来了哪些问题？

7. 网络银行与传统银行相比有哪些优势和劣势？有一种说法：网络银行将最终取代传统银行。你怎样认为？

8. 20 世纪 80 年代中期以来，我国商业银行的不良债权问题成为国内外关注的热点。你过去听到过什么议论，现在对其严重性怎样估价？

9. 你是否了解我国金融资产管理公司产生的背景？它在处理国有商业银行不良资产方面采取了哪些措施？结合不良债权的成因，你考虑化解不良债权的主要途径何在？

10. 对于存款保险制度，赞成者认为是保持银行体系稳定的关键性制度，国家必须给予财力支持，反对者认为这一制度是道德风险的根源，不利于银行体系的健康运作与发展。对这样对立的见解，你的判断是什么？

11. 商业银行经营的三原则——盈利性、流动性和安全性，它们相互之间的关系应该怎样把握？为实现经营原则的资产—负债管理，其理论发展的脉络是怎样的？

12. 商业银行应该树立怎样的风险管理观？风险管理的基本内容是什么？

第十章

中央银行

当今世界上大多数国家都实行中央银行制度，各国的中央银行或类似于中央银行的金融管理机构，均处于金融体系的核心地位，对整个国民经济发挥着宏观调控作用。

第一节　中央银行的产生及类型

中央银行的初创阶段和迅速发展阶段

现代银行出现后的一个相当长的时期，并没有专门发行银行券的银行，更没有中央银行（central bank）。中央银行建立的必要性主要有以下几个方面：

1. 由于银行券统一发行的必要。在银行业发展的初期，并无商业银行和发行银行之分，众多的银行均从事银行券的发行。分散的银行券发行逐步暴露出其严重的缺点：（1）不利于保证货币流通稳定。因为为数众多的小银行信用实力薄弱，它们所发行的银行券往往不能兑现，尤

其在危机时期，不能兑现的情况非常普遍，从而容易使货币流通陷于混乱的状态。(2) 许多分散的小银行，其信用活动领域有着地区的限制，因此它们所发行的银行券只能在有限的地区内流通。随着资本主义经济的发展，要求有更加稳定的通货，也要求银行券成为能在全国市场广泛流通的一般信用流通工具，而这样的银行券显然只能由信誉卓著、信用活动有全国意义的大银行集中发行。事实上，在资本主义的发展过程中，已经出现了一些大银行，它们拥有大量资本并在全国范围内具有威信。这些银行所发行的银行券在流通中已经排挤着小银行的银行券。在这样的基础上，国家遂以法令形式限制或取消一般银行的发行权，而把发行权集中于专司发行银行券的中央银行。

2. 银行林立、银行业务不断扩大，债权债务关系错综复杂，票据交换及清算若不能得到及时、合理处置，会阻碍经济顺畅运行。于是客观上需要建立一个全国统一而有权威的、公正的清算机构为之服务。

3. 在经济周期的发展过程中，商业银行往往陷于资金调度不灵的窘境，有时则因支付能力不足而破产，银行缺乏稳固性，不利于经济的发展，也不利于社会的稳定。因而客观上需要一个统一的金融机构作为其他众多银行的后盾，在必要时为它们提供货币资金，也即流动性的支持。

4. 同其他行业一样，银行业经营竞争也很激烈，而且它们在竞争中的破产、倒闭给经济造成的动荡，较之非银行行业要大得多。因此，客观上需要有一个代表政府意志的专门机构专司金融业管理、监督、协调的工作。

上述建立中央银行的几方面客观要求并非同时提出的，中央银行的形成也有一个发展过程。

通常在谈及中央银行起源时，往往首先提到瑞典银行和英格兰银行。前者成立于 1656 年，后者成立于 1694 年。但它们成立之初并不就是中央银行。瑞典银行初建时是一般私营银行，后于 1668 年改组为国家银行。实际上，直到 1897 年它才独占货币发行权。真正最早全面发挥中央银行功能的应是英格兰银行。英格兰银行作为世界上最早的私人股份银行，成立之初就已具有与其他银行不同的特权。比如，接受政府存款并向政府提供贷款，以及在发行银行券上有优势等。但成为中央银行的决定性的第一步，即基本垄断货币发行权，却是它成立 150 年以后的事情。1844 年通过的银行法，结束了在英国有 279 家银行发行银行券的局面。同时，因为其他商业银行需要银行券时只有从英格兰银行提取，所以必须在英格兰银行存款，这就使英格兰银行又成了集中其他商业银行存款准备金的银行。于是，这就奠定了英格兰银行作为中央银行的基础。1854 年，英格兰银行成为英国银行业的票据交换中心；1872 年它开始对其他银行负起在困难时提供

资金支持即“最后贷款者”的责任。并且由于它在发生金融危机时的特殊作用，又使之具有了相当程度的全国金融管理机构的色彩。

在整个19世纪到第一次世界大战爆发前这100多年里，出现了成立中央银行的第一次高潮。如成立于1800年的法兰西银行到1848年垄断了全法国的货币发行权，并于19世纪70年代完成了向中央银行的过渡；德国于1875年把原来的普鲁士银行改为国家银行，于20世纪初基本独享货币发行权，等等。1913年美国联邦储备系统的建立，是这个阶段最后形成的中央银行制度。这期间，世界上约有29家中央银行相继设立，其中绝大部分是在欧洲国家。它们的产生主要是本国经济、金融客观发展的产物。并且除个别例外，都是由普通银行通过逐步集中货币发行和对一般银行提供清算服务及资金支持而演进为中央银行的。

第一次世界大战结束后，面对世界性的金融恐慌和严重的通货膨胀，1920年在布鲁塞尔召开的国际经济会议上，要求尚未设立中央银行的国家应尽快建立中央银行，以共同维持国际货币体制和经济的稳定。由此，推动了又一次中央银行成立的高潮。20世纪20年代以后新成立或新改组的中央银行，由于有老的中央银行创设和发展的经验可资借鉴，所以许多都是运用政府力量直接设计成为从法律上具有明确权责的特定机构。在30年代经济大危机后，新老中央银行大多建立起存款准备金制度并以重点管理其他金融机构为己任。中央银行的三大职能——发行银行、银行的银行、国家的银行——在这段迅速扩展时期中逐渐完善。

第二次世界大战以后，一批经济较落后的国家摆脱了宗主国或殖民者的统治而获得独立，它们皆视中央银行的建立为巩固民族独立和国家主权的一大标志。

国家对中央银行控制的加强

中央银行一经产生就与政府有着密切的联系，经常体现着政府的某些意图，包括在金融管理中承担一定的责任。从这个意义上说，国家从来都在一定程度上控制着中央银行，尽管这种控制程度在不同的国家以及在同一国家的不同时期强弱不一。

国家对中央银行的控制，总的说来，是加强的趋势，尤其是20世纪30年代经济、金融大危机以来更为明显。

20世纪30年代的经济大危机把西方世界推入混乱动荡的深渊，动摇了传统认为经济自身能够达到均衡和稳定的观念。应运而生的凯恩斯经济理论论证资本主义经济不能自发达到充分就业的均衡，并进一步强调指出了国家干预经济的必要性。在这一理论的指导下，中央银行就成为政府对宏观经济施以调节的重要机

构之一。中央银行的货币政策已不仅着眼于稳定金融业自身，而是着眼于稳定整个国民经济。

既然国家要利用中央银行干预宏观经济生活，那么加强对中央银行的控制就是顺理成章的事情，而且必然会引起中央银行制度发生新的变化。第二次世界大战后，国家对中央银行控制的加强直接表现为：

（1）中央银行的国有化：在此之前，中央银行虽然作为政府的银行存在，但它们的股本大多是私人持有。如英格兰银行、法兰西银行基本上是私人股份银行。战后，各国中央银行的私人股份，先后转化为国有；有些新建的中央银行，一开始就由政府出资；即使继续维持私有或公私合营的中央银行，也都加强了国家的控制。总之，各国中央银行实质上成为国家机构的一部分。

（2）制定新的银行法：战后各国纷纷制定新的银行法，明确中央银行的主要职责就是贯彻执行货币金融政策，维持货币金融的稳定。如战后日本的银行法规定，日本银行必须“以谋求发挥一国的经济力量，适应国家政策的需要，调节货币，调整金融及保持并扶植信用制度为目的”。

中央银行制度的类型

就各国的中央银行制度来看，大致可归纳为四种类型：单一型、复合型、跨国型及准中央银行型。

1. 单一的中央银行制度是指国家单独建立中央银行机构，使之全面、纯粹行使中央银行的制度。单一的中央银行制度中又有如下两种具体情形：

（1）一元式中央银行制度（unit central bank system）：这种体制是在一个国家内只建立一家统一的中央银行，机构设置一般采取总分行制。目前世界上绝大部分国家的中央银行都实行这种体制，我国也是如此。

（2）二元式中央银行制度（dual central bank system）：这种体制是在一国国内建立中央和地方两级中央银行机构，中央级机构是最高权力或管理机构，但地方级机构也有一定的独立权利。这是一种带有联邦式特点的中央银行制度。属于这种类型的国家有美国、德国等。如美国的联邦储备体系就是将全国划分为12个联邦储备区，每个区设立一家联邦储备银行为该地区的中央银行。它们在各自辖区内的一些重要城市设立分行。这些联邦储备银行不受州政府和地方政府的管辖，各有自己的理事会，有权发行联邦储备券和根据本地区实际情况执行中央银行的特殊信用业务。在各联邦储备银行之上设联邦储备委员会（Board of Governors of Federal Reserve System），进行领导和管理，制定全国的货币政策。同时，在联邦储备体系内还设有联邦公开市场委员会（Federal Open Market Committee,

FOMC）和联邦顾问委员会等平行管理机构。联邦储备委员会是整个体系的最高决策机构，是实际上的美国中央银行总行，直接对国会负责。

2. 复合中央银行制度（compound central bank system）是指一个国家没有设专司中央银行职能的银行，而是由一家大银行集中中央银行职能和一般存款货币银行经营职能于一身的银行体制。这种复合制度主要存在于过去的苏联和东欧等国。我国在 1983 年以前也一直实行这种银行制度。

3. 跨国中央银行制度（multinational central bank system）是由参加某一货币联盟的所有成员国联合组成的中央银行制度。第二次世界大战后，许多地域相邻的一些欠发达国家建立了货币联盟（monetary union），并在联盟内成立参加国共同拥有的统一的中央银行。这种跨国的中央银行发行共同的货币和为成员国制定金融政策，成立的宗旨则在于推进联盟各国经济的发展及避免通货膨胀。比如，由贝宁、象牙海岸、尼日尔、塞内加尔、多哥和上沃尔特等国组成的西非货币联盟所设的中央银行，由喀麦隆、乍得、刚果、加蓬和中非共和国组成的中非货币联盟所设的中非国家银行，以及东加勒比海货币管理局等，都是完全的或不完全的跨国中央银行体制。

此外，一直令全球密切关注的是，1998 年 7 月，一个典型的跨国中央银行——欧洲中央银行（European System of Central Bank，ESCB）正式成立。如果说上面所说的跨国银行基本是过去流通宗主国货币的地区在第二次世界大战后适应新的政治经济形势成立起来的，那么，欧洲中央银行则有着完全不同的政治经济背景——它是欧洲一体化进程逐步深人的产物。欧共体——现为欧盟——成员国为适应其内部经济金融一体化进程的要求，于 1969 年 12 月正式提出建立欧洲经济与货币联盟，以最终实现统一的欧洲货币，统一的欧洲中央银行，统一的货币与金融政策。1979 年 3 月，正式开始实施欧洲货币体系建立的计划以后，其进程虽然缓慢且困难重重，但还是在一步一步地向前推进。尤其是 1989 年以后进展明显：1991 年底，对实现欧洲单一货币的措施和步骤作了具体安排；1994 年 1 月 1 日，欧洲中央银行的前身欧洲货币局建立，它在规定的时间内完成了未来欧洲中央银行货币政策运作框架的设计工作；1995 年底正式命名欧洲货币为“欧元（EURO）”；1998 年 3 月宣布德、法等 11 国达到实施统一欧元所要求的标准，并规定 1999—2002 年为欧元实行的过渡期，到 2002 年 7 月 1 日，欧元成为惟一的法定货币。

欧洲中央银行总部设在德国的法兰克福，其基本职责是制定和实施欧洲货币联盟内统一的货币政策，以维持欧元地区内的币值稳定为首要目标。从制度构架上讲，欧洲中央银行由两个层次组成：一是欧洲中央银行本身；二是欧洲中央银

行体系，由欧洲中央银行和所有参加欧元区的成员国中央银行组成。前者具备法人身份，后者则没有。欧洲中央银行和各成员银行之间的关系为：前者是决策机构，后者是执行机构，即欧洲中央银行将为欧元区内所有国家制定统一的货币政策，然后交由各成员国中央银行去实施。各国中央银行将失去其独立性，从而事实上成为欧洲中央银行的分行。

4. 准中央银行（quasi central bank）是指有些国家或地区只设置类似中央银行的机构，或由政府授权某个或几个商业银行，行使部分中央银行职能的体制。新加坡、中国香港属于这种体制。如新加坡设有金融管理局和货币委员会（常设机构为货币局）两个机构来行使中央银行的职能。前者负责制定货币政策和金融业的发展政策，执行除货币发行以外的中央银行的一切职能；后者主要负责发行货币、保管发行准备金和维护新加坡货币的完整性。

香港在过去长时期中并无一个统一的金融管理机构，中央银行的职能由政府、同业公会和商业银行分别承担。1993 年 4 月 1 日，香港成立了金融管理局（HK Monetary Authority），集中了货币政策、金融监管及支付体系管理等中央银行的基本职能。但它又不同于一般中央银行。比如发行钞票职能就是由渣打银行、汇丰银行和中国银行履行的；票据结算所一直由汇丰银行负责管理；而政府的银行这项职能一直由商业银行执行。

此外，斐济、马尔代夫、利比里亚、莱索托、伯利兹等国也都实行各具特点的准中央银行体制。

中央银行的资本组成类型

1. 全部资本为国家所有的中央银行：这种类型的中央银行或是在成立时国家就拨付了全部资本金，或者是国家通过购买中央银行资本中原来属于私人的股份而对中央银行拥有了全部股权。目前大多数国家的中央银行属于这种类型，如英国、法国、德国等，中国人民银行也属于这种类型。

2. 国家资本与民间资本共同组建的中央银行：日本、墨西哥的中央银行属于这种类型。民间资本包括企业法人和自然人的股份。这种资本组成类型，国家资本大多在 50% 以上，并且法律一般都对非国家股份持有者的权利作了限定，如只允许有分取红利的权利而无经营决策权，其股权转让也必须经中央银行同意后方可进行等。由于私股持有者不能参与经营决策，所以对中央银行的政策基本上没有影响。

3. 全部股份非国家所有的中央银行：主要有美国、意大利和瑞士等少数国家是这种情况。美国联邦储备银行的股本全部由参加联邦储备体系的会员银行所

拥有；会员银行按自己的实收资本和公积金的6%认购所参加的联邦储备银行的股份，并享受年息6%的股息。

4. 无资本金的中央银行：这种中央银行在建立之初根本没有资本，而由国家授权执行中央银行的职能，中央银行运用的资金主要是各金融机构的存款和流通中的货币，自有资金只占很少部分。韩国的中央银行是目前惟一没有资本金的中央银行。

5. 资本为多国共有的中央银行：货币联盟中成员国共同组建中央银行的资本金是由各成员国按商定比例认缴的，各国按认缴比例拥有对中央银行的所有权。

中央银行的组织结构

中央银行的组织结构包括权力分配结构、内部职能机构和分支机构设置等方面。

1. 中央银行的权力分配结构：

权力分配结构是指最高权力的分配状况。最高权力大致可概括为决策权、执行权和监督权三个方面。决策权、执行权和监督权，有些国家的中央银行是合一的。如英国、美国、菲律宾等国中央银行的理事会，既是各项政策和方针的制定者，又负责这些政策方针的贯彻实施和监督。有些国家则分别设立不同的机构来行使这三种权力，如日本银行、瑞士银行等。日本银行的最高决策权力机构是政策委员会，负责货币政策的制定；最高执行权力机构是理事会，负责执行政策委员会的决定和研究处理日常经营中的重大事项；监事会负责监督检查日本银行的业务和政策执行情况。

中国人民银行，按1995年3月通过的《中国人民银行法》规定，实行行长负责制，即行长行使最高决策权。为有助于货币政策的正确制定，《中国人民银行法》规定设立货币政策委员会，其职责是在综合分析宏观经济形势的基础上，依据国家的宏观经济调控目标，讨论货币政策事项并提出建议。由于货币政策委员会的性质是咨询议事机构，因此中国人民银行属于决策权、执行权、监督权合一并且权力高度集中的中央银行。

2. 中央银行的内部机构设置：

各国中央银行内部的职能部门都是根据其担负的任务设置的。尽管各国中央银行的内部机构设置数量不等、名称亦有差别，但总体来看，大都包括如下几种部门：

（1）与行使中央银行职能直接相关的部门。这是中央银行内设机构的主体部

分，包括办理与金融机构业务往来的部门、货币政策操作部门、负责货币发行的部门、组织清算的部门、金融监管部门等。

（2）为行使中央银行职能提供咨询、调研和分析的部门，包括统计分析部门、研究部门等。

（3）为中央银行有效行使职能提供保障和行政管理服务的部门。

3. 中央银行分支机构的设置：

（1）按经济区域设置分支机构。这种设置方法是根据各地的经济金融发展状况，视实际需要按经济区域设立分支机构，主要考虑地域关系、经济金融联系的密切程度、历史传统、业务量等因素。分支机构一般都设立在该区域内的经济和金融中心。目前世界上大多数国家中央银行的分支机构都是按照经济区域设置的，如美联储、英格兰银行。

（2）按行政区划设置分支机构。这种设置方式一般与计划经济体制相适应。苏联以及其他实行计划经济体制的国家基本上都是采取这种方式。中国人民银行在 1998 年以前也是按行政区划设置分支机构。

（3）以经济区域为主、兼顾行政区划设置分支机构。一般是按经济区域设置分行，而分行之下的机构设置则考虑行政区划并尽量与行政区划相一致。日本、德国、意大利等国中央银行分支机构的设立基本上是按这种模式。中国人民银行于 1998 年底改按这样的原则调整分支机构的设置。

第二节　中央银行的职能

中央银行业务经营的特点及其职能划分

中央银行代表国家管理金融，制定和执行金融方针政策。但它不同于一般的国家行政管理机构。除赋予的特定金融行政管理职责采取通常的行政管理方式外，其主要管理职责，都是寓于金融业务的经营过程之中。那就是以其所拥有的经济力量对金融领域乃至整个经济领域的活动进行调节和控制。

中央银行的活动特征是：

1. 不以营利为目的：中央银行以金融调控，如稳定货币、促进经济发展为已任。一般地，在其业务经营过程中也会取得利润，但营利不是目的。否则，势必导致忽略甚至背弃其职责。

2. 不经营普通银行业务：这是指不对社会上的企业、单位和个人办理存贷、结算业务，而只与政府或商业银行等金融机构发生资金往来关系。有的国家的中

央银行，目前还有一部分对私人部门的业务，但均不占主要地位。

3. 在制定和执行国家货币方针政策时，中央银行具有相对独立性。关于这个问题，在第十九章讨论。

对于中央银行的基本职能，归纳与表述的方法各有不同。一般的、传统的归纳是表述为发行的银行、银行的银行和国家的银行三大职能。此外，有归纳为政策功能、银行功能、监督功能、开发功能和研究功能五类的；有归纳为服务职能、调节职能与管理职能三类的；有分为独占货币发行、为政府服务、保存准备金、最后融通者、管制作用、集中保管黄金和外汇、主持全国银行清算、检查与监督各金融机构的业务活动等八类的，等等。这里，我们按一般的划分进行介绍。

发行的银行

所谓发行的银行（bank of issue）就是垄断银行券的发行权，成为全国惟一的现钞发行机构。

目前，世界上几乎所有国家的现钞都由中央银行发行。一般硬辅币的铸造、发行，也多由中央银行经管。有些国家的硬辅币铸造、发行是由财政部负责，发行收入归财政。

在实行金本位的条件下，对银行券发行的管理，各国均有由立法程序确定的严格制度。那时，币值和银行体系的稳定取决于：(1) 银行券能否随时兑换为金铸币；(2) 存款货币能否保证顺利地转化为银行券。因而，中央银行的集中黄金储备成为支持庞大的货币流通的基础和稳定币值的关键。黄金储备多，银行券及整个货币流通有可能扩大；黄金储备下降，则必须紧缩货币供给。正是在这样的背景下，银行券的发行保证制度，其中主要是银行券的发行数量如何由发行银行所掌握的黄金数量所制约，成为人们最为关注的问题。

20 世纪以来，各国的货币流通均转化为不兑现的纸币流通。对货币供给的控制，均已扩及存款货币。控制的最小口径也是通货——即我们习惯称为现金的——只占其中一小部分的 $M1$。这是因为，稳定与否的关键已主要取决于较大口径的货币供给状况。在国际货币基金组织的统计中，通货占“货币”即 $M1$ 的比例，几个主要工业化国家的情况如表 10—1。

目前对银行券发行的实际控制措施，有的国家限制现钞使用范围，有的国家则没有这种限制。在对现金的使用不进行限制的国家，如果说制约，那就是只有当商业银行在中央银行有超额准备存款时，在超额准备存款限度之内，才有权提取现金。

表 10—1　　2000 年底工业化七国通货量与货币量的比

单位：10 亿；其中日本：万亿

	通货量	货币量	通货量占货币量的%
美国（美元）	578.5	1 112.3	52.0
德国（欧元）	142.2	590.4	24.1
法国（欧元）	49.2	318.4	15.5
英国（英镑）	23.59	883.09	2.7
日本（日元）	61.59	247.86	24.8
意大利（欧元）	76.42	484.41	15.8
加拿大（加元）	36.34	225.15	16.1

资料来源：IMF《国际金融统计》，2001 年 5 月。

银行券的发行是中央银行的重要资金来源，为中央银行调节金融活动提供了资金实力。参看表 10—2。

表 10—2　　2000 年底工业化七国通货发行与中央银行主要资金来源比

单位：10 亿；其中日本：万亿

	通货量	储备货币量	通货量占储备货币量的%
美国（美元）	578.5	612.70	94.4
德国（欧元）	142.2	196.50	72.4
法国（欧元）	49.2	78.10	63.0
英国（英镑）	23.59	32.37	72.9
日本（日元）	61.59	73.27	84.1
意大利（欧元）	76.42	102.02	74.8
加拿大（加元）	36.34	42.45	85.6

资料来源：IMF《国际金融统计》，2001 年 5 月。

人民币的发行基金保管库

人民币的具体发行是由中国人民银行设置的发行基金保管库（简称发行库）来办理的。所谓发行基金是人民银行保管的已印制好而尚未进入流通的人民币票券。发行库在人民银行总行设总库，下设分库、支库；在不设人民银行机构的县，发行库委托商业银行代理。

各商业银行对外营业的基层行处设立业务库。业务库保存的人民币，是作为商业银行办理日常现金收付业务的备用金。为避免业务库过多存放现金，通常由上级银行和同级中国人民银行为业务库核定库存限额。

具体的操作程序是：当商业银行基层行处现金不足以支付时，可到当地中国

人民银行在其存款账户余额内提取现金。于是人民币从发行库转移到商业银行基层行处的业务库。这意味着这部分人民币进入流通领域。当商业银行基层行处收入的现金超过其业务库库存限额时，超过的部分应自动送交中国人民银行，该部分人民币进入发行库，意味着退出流通领域。

银行的银行

作为银行固有的业务特征——办理"存、放、汇"，同样是中央银行的主要业务内容，只不过业务对象不是一般企业和个人而是商业银行与其他金融机构。作为金融管理的机构，中央银行对商业银行和其他金融机构的活动施以有效的影响，如前所述，也主要是通过自己以商业银行和其他金融机构为对象的银行业务活动。作为银行的银行（bank of bank），其职能具体表现在三个方面：

1. 集中存款准备：通常法律规定，商业银行及有关金融机构必须向中央银行存入一部分存款准备金。目的在于，一方面保证存款机构的清偿能力；另一方面有利于中央银行调节信用规模和控制货币供应量。存入准备金的多少，通常是对商业银行及有关金融机构所吸收的存款确定一个法定比例；有时还分别不同种类的存款确定几个比例。同时，中央银行有权根据宏观调节的需要，变更、调整存款准备金的存入比率。集中统一保管商业银行存款准备金的制度，是现代中央银行制度的一项重要内容。但有些国家一直不太重视这一制度；重视的国家近些年来情况也有较大变化。后面有关地方有说明。

2. 最终的贷款人：19世纪中叶前后，连续不断的经济动荡和金融危机使人们认识到，金融恐慌或支付链条的中断往往是触发经济危机的导火线，因此提出应由中央银行承担"最后贷款人（lender of last resort）"的责任。最后贷款人可以发挥以下作用：一是支持陷入资金周转困难的商业银行及其他金融机构，以免银行挤提（或叫挤兑——run，run on a bank）风潮的扩大而最终导致整个银行业的崩溃；二是通过为商业银行办理短期资金融通，调节信用规模和货币供给量，传递和实施宏观调控的意图。实施货币局制度与"美元化"的国家，则失去了这一功能。

商业银行从中央银行融进资金的主要方式有：将自己持有的票据，包括国库券，向中央银行办理再贴现（rediscount）、再抵押（re-mortgage，re-collateralize）；回购协议；直接取得贷款。为了配合政府经济政策，中央银行往往主动采取降低或提高再贴现率和贷款利率的措施，以调节商业银行的信贷规模。"最后贷款人"原则的提出确立了中央银行在整个金融体系中的核心和主导地位。

3. 组织全国的清算：这一职能也始自于英国。19世纪中期，随着银行业务的扩大，银行每天收受票据的数量日趋增加，各银行之间的债权债务关系日趋紧密。1854年英格兰银行采取了对各种银行之间每日清算的差额进行结算的做法，后来其他国家也相继效仿。关于这个问题，第四节还要讨论。

国家的银行

所谓国家的银行（state's bank），是指中央银行代表国家贯彻执行财政金融政策，代理国库收支以及为国家提供各种金融服务。作为国家银行的职能，主要是通过以下几方面得到体现：

1. 代理国库（我国多年习惯称之为“经理”国库）：国家财政收支一般不另设机构，而交由中央银行代理。政府的收入与支出均通过财政部门在中央银行内开立的各种账户进行。具体包括按国家预算要求协助财政、税收部门收缴库款；根据财政支付命令向经费单位划拨资金；随时反映经办预算收支上缴下拨过程中掌握的预算执行情况；经办其他有关国库的事宜。

2. 代理国家债券的发行：当今世界各国政府均广泛利用发行国家债券的有偿形式以弥补开支不足。不少国家的中央银行通常代理国家发行债券以及债券到期时的还本付息事宜。

3. 对国家财政给予信贷支持。中央银行作为国家的银行，在国家财政出现收不抵支的情况时，事实上负有提供信贷支持的义务。这种信贷支持主要是采取以下两种方式：

（1）直接给国家财政以贷款：这大多是用以解决财政先支后收等暂时性的矛盾。除特殊情况外，各国中央银行一般不承担向财政提供长期贷款的责任。因为人们普遍认为那样做容易导致中央银行沦为弥补财政赤字的简单货币供给者，从而可能有损于货币的正常供给及金融稳定。所以，在正常情况下国家的长期性资金大多需要通过其他途径解决。

（2）购买国家公债：中央银行在一级市场上购进政府债券，资金直接形成财政收入，流入国库；若中央银行在二级市场上购进政府债券，则意味着资金是间接地流向财政。无论是直接还是间接，从中央银行某一时点的资产负债表来看，只要持有国家证券，就表明是对国家的一种融资。

4. 保管外汇和黄金储备，进行外汇、黄金的买卖和管理：一个独立自主的国家，通常均拥有一定数量的外汇和黄金储备。中央银行通过为国家保管和管理黄金外汇储备，以及根据国内国际情况，适时、适量购进或抛售某种外汇或黄金，可以起到稳定币值和汇率、调节国际收支、保证国际收支平衡的作用。

5. 制定和实施货币政策：货币政策是政府对经济实行宏观调控的基本经济政策之一。各国一般都是通过法律赋予中央银行制定和实施货币政策的职责。货币政策必须与国家经济社会发展的根本利益与长远利益保持一致，并通过货币政策的具体实施达到稳定币值和物价、促进经济增长等目的。

6. 制定并监督执行有关金融管理法规：在法律赋予的权限内，中央银行自身，或与其他金融管理机构一道，对各商业银行及其他金融机构进行监督管理。通常，把对这方面的任务称之为金融行政管理。有些国家的中央银行不承担金融行政监管的任务。

此外，中央银行作为国家的银行，还代表政府参加国际金融组织，出席各种国际性会议，从事国际金融活动以及代表政府签订国际金融协定；在国内外经济金融活动中，充当政府的顾问，提供经济、金融情报和决策建议。

中央银行的作用和地位[①]

从促使中央银行产生与发展的基本经济原因和中央银行具有的职能可以看出，它在经济和金融体系中处于非常重要的地位。尤其是随着经济货币化程度的加深、金融在经济中作用的增强以及经济金融全球化的推进，中央银行在经济生活中的地位和作用较之早期的中央银行更加突出。然而如何概括才算较为全面，并无定论。下面所列，是较为突出的几条：

——从经济体系运转看，中央银行为经济发展提供最为关键的工具——货币随着商品经济的发展和生产、流通的扩大，经济体系对货币的需求也在不断增长。在金属货币制度下，由于金属货币可自由铸造，当流通中的货币不足时，便会有相应的金属块被铸造成货币进入流通，这个过程是自发完成的。而在不兑现信用货币流通条件下，中央银行垄断了现钞的发行，经济体系对现钞的需求就必须由中央银行来满足。当然，在现代信用货币制度下，存款货币的创造是由商业银行等存款金融机构实现。但如下面第十二章所具体讨论的，其源头仍在中央银行。在传统经济中，资本和劳动的投入虽然也需依赖于货币，但其依赖的程度远没有现代经济这么强。随着经济的货币化、信用化程度的加深，资本和劳动初始和持续的投入与结合均需借助于货币来实现。因此在现代经济中中央银行的货币供应在为经济体系提供必要条件的同时，就提供了新的货币推动力，从而使中央银行成为推动经济发展的重要力量。

——中央银行不仅提供货币，而且还承担着为经济运行提供货币稳定环境的

① 这一段是以王广谦主编的《中央银行学》为蓝本。

职责。完全的信用货币制度，虽然为最大限度地供给货币以推动经济增长提供了必要条件，但同时也使货币供给与货币需求的脱节成为技术上并无困难的事情。如果货币供给持续地超过经济体系的客观需要量，就会造成通货膨胀，使货币贬值、物价上涨；反之，则可能造成通货紧缩，物价持续下跌。物价和币值的持续波动会导致经济运行的紊乱。中央银行，作为最重要的宏观调控部门之一，通过垄断货币发行和制定并执行货币政策以尽可能保持币值的稳定，从而就为经济的正常运行和稳定增长提供了保障。

——作为"最后贷款人"和全国的资金清算中心，中央银行为经济体系的正常运行提供有效保障的另一重要方面是：保障支付体系的顺畅运作，保障支付链条不因偶发事件的冲击而突然断裂以致引发系统性的金融危机。在19世纪接近中叶之际，包括马克思在内的不少人，在剖析那时的支付危机、银行危机、经济危机时认为，英格兰银行面对可以避免的危机本来可以通过及时提供信用起化解作用，但错误的《比尔条例》却使之成为推动危机爆发的因素。货币主义者对1933年美国的金融危机也做出过联邦储备系统对中小银行大量倒闭的漠视，使得危机加剧爆发。对于历史上的这些论战也许到今天还有不同见解。但无论如何，今天世界的中央银行，已经十分明确地树立起保障支付链条的指导方针。有些人甚而认为，在中央银行的任务中，这一条应该摆在首位。

——从对外经济金融关系看，中央银行是国家对外联系的重要纽带。(1) 在国际交往中，货币是不可缺少的必要手段，中央银行作为一国货币的供给者和管理者以及国际间货币支付体系的参与者和维护者，起着十分关键的作用。(2) 在国际经济合作、融合和一体化过程中，金融起着先导的作用，中央银行作为一国金融业的领导者和管理者，代表国家参与国际金融组织，是国际间金融谈判、磋商和签约的主管机关，承担着维护国际经济、金融秩序，以及在国与国之间的金融关系中发挥协调和决策作用的责任。

中央银行的资产负债表

中央银行在履行职能时，其业务活动可以通过资产负债表上的记载得到概括反映。由于各个国家的金融制度、信用方式等方面存在着差异，各国中央银行的资产负债表，其中的项目多寡以及包括的内容颇不一致。这里仅就中央银行最主要的资产负债项目概括成表10—3，旨在概略表明其业务基本关系。

表 10—3　　中央银行资产负债表示要

资产	负债
国外资产	流通中通货
贴现和放款	商业银行等金融机构存款
政府债券和财政借款	国库及公共机构存款
外汇、黄金储备	对外负债
其他资产	其他负债和资本项目
合计	合计

中央银行一般是一国通货的惟一发行银行，因此，流通中的通货是中央银行负债的一个主要项目。作为银行的银行，它与商业银行等金融机构间的业务关系，主要是列于负债方的商业银行等金融机构在中央银行的存款（包括准备金存款）和列于资产方的贴现及放款；作为国家的银行，它在业务上与政府的关系，主要是列于负债方的接受国库等机构的存款和列于资产方的通过持有政府债券融资给政府，以及为国家储备外汇、黄金等项目。

虽然各国中央银行资产负债表的格式和主要项目基本一致，但各项目所占的比重却有明显不同。下面给出中国、美国、日本的中央银行资产负债表（见表10—4、表10—5、表10—6），通过比较其结构，我们能够发现各国中央银行业务活动的异同点。

表 10—4　　2001 年末中国人民银行资产负债表　　单位：亿元人民币

资产			负债		
项目	金额	比重(%)	项目	金额	比重(%)
国外资产(净)	19 860.40	46.69	储备货币	39 851.73	93.68
外汇	18 850.19	44.31	发行货币	16 868.71	39.65
黄金	256.00	0.60	对金融机构负债	17 089.13	40.17
其他国外资产	754.21	1.77	非金融机构存款	5893.89	13.85
对政府债权	2 821.33	6.63	债券	—	—
对存款货币银行债权	11 311.60	26.59	政府存款	2 850.49	6.70
对非货币金融机构债权	8 547.31	20.09	自有资金	355.21	0.83
对非金融部门债权	—	—	其他(净)	−516.79	−1.21
资产总额	42 540.64	100.0	负债和资本总计	42 540.64	100.0

资料来源：中国人民银行网站——报告与统计数据。

表 10—5　　2001 年末美国联邦储备银行资产负债表　　单位：百万美元

资产			负债		
项目	金额	比重(%)	项目	金额	比重(%)
黄金	11 045	1.68	联邦储备券	611 757	93.21

续前表

资产			负债		
项目	金额	比重(%)	项目	金额	比重(%)
特别提款权	2 200	0.34	存款货币机构存款	17 478	2.66
硬币	1 047	0.16	美国财政部存款	6 645	1.01
对存款货币机构贷款	34	0.00	外国机构存款	61	0.00
回购协议	50 250	7.66	其他存款	820	0.12
联邦机构证券	10	0.00	延付信用项目	2 490	0.38
美国财政部证券总计	551 675	84.05	其他负债	2399	0.37
托收中项目	3 188	0.49	资本金	14 684	2.24
银行不动产	1 512	0.23			
其他资产	35 373	5.39			
资产总额	656 334	100	负债和资本总计	656 334	100

资料来源：《美联储月报》2002年3月。

表10—6　　2001年末日本银行资产负债表　　单位：亿日元

资产			负债		
项目	金额	比重(%)	项目	金额	比重(%)
黄金	4 463	0.38	银行券	690 042	58.72
现金	2 165	0.18	活期存款	156 153	13.29
逆回购协议下的应收项目	40 702	3.46	其他存款	9 302	0.79
购入票据	207 143	17.63	政府存款	59 651	5.08
持有国债	755 911	64.33	回购协议下的应付项目	195 727	16.66
贷款和贴现	8 161	0.69	卖出票据	3 000	0.26
外币资产	35 754	3.04	其他	10 885	0.93
在代理机构存款	3 487	0.30	保证金	26 999	2.30
国债担保金	109 784	9.34	资本金	1	0.00
其他资产	7 505	0.64	准备金	23 315	1.98
资产总额	1175 079	100.0	负债和资本总计	1175 079	100.0

资料来源：日本银行网站。

可以看出，三国中央银行的资产负债表在主要项目上有较大的差异。

在中国人民银行的资产负债表中，最主要的资产项目是国外资产，其中外汇储备为18 850.19亿元，占全部资产总额的44.31%，而1993年底仅为10.47%。这反映出1994年外汇管理体制改革后，中国对外经济联系的特点。第二位的资产项目是对存款货币银行的债权，占全部资产总额的26.59%，这是中国人民银行对存款货币银行发放的信用贷款、再贴现和债券回购等性质的融资，其中又以对存款货币银行的信用贷款为主。比重居于第三位的是对非货币金融机构债权，

占全部资产总额的20.09%，主要是中国人民银行为支持老少边穷地区经济开发等所发放的专项贷款，它较为典型地反映了人民银行的政策性功能。在负债项目中，最主要的是对金融机构负债，占全部负债总额的40.17%；第二位的负债项目是发行货币，占全部负债的比重为39.65%。

相比之下，美国、日本中央银行资产负债表的结构大同小异。从资产项目看，第一位的资产项目都是有价证券业务。其中，美国中央银行的资产总额中，持有财政部发行证券为551 675亿美元，占资产业务总额的84.05%；日本中央银行持有国债占其资产总额的64.33%。这一现象充分反映了美国、日本金融市场高度发达和中央银行以公开市场业务等货币政策工具为主进行间接金融调控的特征。在负债业务中第一位的都是货币发行，其中美国的货币发行占总负债的93.21%，日本的货币发行占58.72%。当然，美国和日本的中央银行资产负债表也有一些差异。比如，日本中央银行的外币资产占其资产总额的比重为3.04%，而美国中央银行的资产负债表中对这一项目忽略不计。这是由于美国货币本身就是世界货币的重要组成部分，因而对外币资产的需要微不足道。

第三节　中央银行的独立性问题①

中央银行的独立性问题

中央银行的独立性问题主要是与货币政策密切相关的。在市场经济体制下，所谓中央银行的独立性问题就是指在货币政策的决策和运作方面，中央银行由法律赋予或实际拥有的自主程度。② 显然，这一问题结合货币政策讨论是较为理想的。但作为金融的宏观方面，货币政策将在第十九章讨论。在本章，先对独立性作必要的讲述，是从尽可能在这一章里给出中央银行概貌的角度考虑的。

独立性问题集中地反映在中央银行与政府的关系上。如何处理这种关系，可概括为两点：一是中央银行应对政府保持独立性；二是中央银行对政府的独立性总是相对的。

中央银行其所以应对政府保持独立性，是因为：

---

① 这一节参考了王广谦主编的《中央银行学》。

② 根据国际货币基金组织最新公布的文献，中央银行独立性是指中央银行在公布通货膨胀率、汇率或货币政策目标以及根据自己的操作决定货币供应量和利率水平时不受政府的干预，在解决中央银行与政府间的矛盾时存在公开的和透明的程序，并且中央银行的管理和财务是独立的。

——中央银行与政府所处地位、行为目标不尽相同。经济工作虽然是政府贯彻始终的中心工作，但社会问题往往也是政府关注的重点，如扶贫救灾、就业、医疗保健、社会保障等问题；在经济工作中，政府面临着经济成长、基础设施建设、结构调整、地区平衡等一系列问题，而不仅限于金融。同时，政治矛盾突出时，政治所要解决的目标则压倒一切。中央银行工作的重点虽然也同样要根据政治的、经济的、社会的总体形势调整自己的行为，但却有一个独特之处，即其全部活动所围绕的中心始终是货币政策所要追求的稳定货币币值这一基本原则和目标。这就使中央银行的行为目标与政府目标不可能时时保持全面的吻合。而简单地遵从政府目标，经验证明，并不利于长期的利益。后面第十九章对于货币政策目标问题将作较详细的讨论。

——中央银行不同于一般的行政管理机构，无论是制定和执行货币政策以调控宏观经济运行，还是确定对金融业实施监管的指导方针，都需要具备必要的专业理论素养和较为长期的专业经验积累。在类如货币政策的决策和实施中，从形势的判断、时机的掌握、力度的控制、灵活的反应，均为极高的专业性问题。一般的而非金融专业的理论素养无论如何高深，一般的而非金融专业的经验积累无论如何丰富，仅凭政治经济的普遍原理和普遍经验在这一领域作原则判断和指挥，往往是不充分、不准确的。

然而，中央银行对政府的独立性，无论如何，是相对的。

——从金融与经济整体，与社会政治的关系看，金融虽然在现代经济中作用极大，但在经济社会大系统中，它终归是一个子系统。中央银行，处于作为金融系统的核心地位，自然应当服从于经济社会大系统的运转，服从于国家的根本利益。正确的货币政策、稳定的货币币值、安全有序的金融运行，都正是为了服务于经济与社会发展的最终目的和国家的根本利益。

——中央银行是整个宏观调控体系中的一个组成部门，中央银行货币政策目标的实现，后面将要讨论，也需要其他政策特别是财政政策的协调与配合，而不可能孑然独立。

——中央银行的活动都是在国家授权下进行的，大多数国家的中央银行主要负责人也由政府委任。此外，中央银行在履行自己的职责时，也需要政府其他部门的协作与配合，而与其他部门的关系则需要由政府来协调。

中央银行的独立性问题，作为一个理论提出，并不长远。但回溯中央银行的发展历程，在实践中，这一问题则始终存在。19世纪，鉴于一些政府过分利用钞票发行弥补财政支出的教训，主导的见解是：中央银行的运作对于政府应保持独立，金本位制的基本原则，特别是对国债能否或以怎样的比例作有发行保证的

规定，即体现这样的精神。第一次世界大战期间，由于战时财政问题，各国政府都开始加强对中央银行的控制，为政府筹集战争经费一度成为中央银行的主要任务。同时，中央银行在货币发行方面也获得了更多的授权。在战后经济恢复期间，中央银行在政府的干预下，货币发行迅速增加，致使许多国家出现了严重的通货膨胀。因此，在1920年布鲁塞尔和1922年日内瓦召开的国际经济会议上，许多国家的中央银行提出了减少政府干预的主张。这是中央银行发展史上第一次比较集中地提出中央银行独立性问题。之后，许多国家都在法律上明确了中央银行相对独立的地位。但如前所述，在第二次世界大战后相当长的一段时期内，政府对中央银行的控制实际上是加强的趋势。到20世纪70年代，国际货币体系发生了很大变化，经济运行出现了许多新的特点，中央银行的独立性问题再次被提出。总体说来，当各国经济社会处于平稳发展的时候，政府与中央银行的关系是比较协调的，中央银行能够比较自主地履行自己的职责。而在经济、金融出现困难甚至危机的时候，政府较多地考虑就业、保障等社会问题，中央银行则较多地考虑环绕稳定的经济金融问题，出现不协调的情况在所难免。问题的反复出现，推动思考如何把握正确处理这样问题的基本准则，这就把中央银行独立性的问题提上理论层次。

中央银行相对独立的不同模式

由于各国的国情与历史传统不同，政府赋予中央银行的法律地位也有所不同，从而中央银行对政府独立性的强弱也不同。即使在同一个国家，独立性的程度也有强弱交替的变化。

中央银行独立性的强弱主要体现在以下几个方面：(1) 法律赋予中央银行的职责及履行职责时的权限是较大还是较小。有些国家把稳定货币明确为中央银行的主要职责，并授予中央银行独立制定和执行货币政策的特权，不受政府制约。当中央银行的政策目标与政府的经济目标出现矛盾时，中央银行可以按自己的目标行事。这种类型的中央银行独立性属最强层次。而有些国家法律对中央银行的授权就较小。(2) 中央银行的隶属关系。一般说来，隶属于国会的中央银行，其独立性较强，而隶属于政府或政府某一部门（主要是财政部）的中央银行，其独立性就弱一些。(3) 中央银行负责人的产生程序、任期长短与权力大小。(4) 中央银行与财政部门的资金关系，主要是是否允许中央银行对财政部直接融通资金，融资的条件是否严格，限额是大是小，期限是长是短等。(5) 中央银行最高决策机构的组成，政府人员是否参与决策等。

从中央银行对政府独立性的强弱看，主要有三种模式：

1. 独立性强的中央银行，如美国联邦储备系统、原德国联邦银行等。欧洲中央银行诞生之前，德国联邦银行曾是独立性最强的中央银行，它的地位写入了宪法。1957年通过、1992年修改的德国联邦银行法明确规定其基本职责是保持货币稳定，在行使授予的权力时不受政府指令的干涉；联邦银行虽然也有义务在保证其完成自身任务的前提下支持政府总的经济政策，但当二者出现矛盾时，联邦银行则以完成自己的职责为主。联邦银行严格限制用货币发行弥补财政赤字，只允许以非现金贷款和购买国库券的方式向联邦政府、联邦特别基金和州政府提供短期融资，且对融资限额作了严格规定。联邦银行的行长由总统任命，任期8年，一般不得中途罢免。联邦政府的成员虽有权参加联邦银行理事会的会议并可提出动议，但没有表决权；对联邦银行理事会的决定，政府有要求推延两周执行的权力，但一般也很少使用这种权力。美国联邦储备系统直接对国会负责。1913年通过的联邦储备法案规定，联邦储备委员会有权独立地制定和执行货币政策，总统未经国会批准，不能对联邦储备委员会发布指令。联邦储备系统没有向政府提供长期融资的义务。财政融资只能通过公开市场发行债券；只有在特殊情况下才可提供规定限额内的短期融资。实际上，美国财政部只向联邦储备银行借过少数几次期限只有几天的款项，且是以财政部发行的特别库券作担保。瑞典银行法规定，瑞典银行直属国会，银行理事会只接受来自国会的指示，而不受政府的干预。

欧洲中央银行具有较强的独立性是很容易理解的。1991年的《马约》禁止欧洲中央银行和成员国中央银行向任何欧共体机构、组织、成员国政府及其他机构寻求或接收命令，禁止为成员国政府的财政赤字提供资金融通。

2. 独立性弱的中央银行，如原意大利银行、法兰西银行等。意大利银行受财政部统辖，财政部代表可以出席意大利银行的理事会会议，并且在认为会议做出的决议与政府意图不符时，可以提出暂停决议的执行。意大利银行提出的货币政策措施，一般也要经过政府有关部门的批准；当意大利银行的意见与政府不一致时，一般也是以政府的指令为准。法兰西银行理事会的成员大都是由财政部提名，内阁会议通过后由总统任命。一些处于经济体制转轨时期国家的中央银行，其独立性也较弱。这类中央银行的特点是，中央银行隶属于政府，不论在名义上还是在实际上，中央银行在制定和执行政策、履行其职责时，都较多地服从政府或财政部的指令。应当指出，独立性较弱的中央银行，在货币政策的具体操作和决策的执行上基本上也是独立进行操作的。

3. 独立性居中的中央银行，如英格兰银行、日本银行等，一些新兴的工业化国家的中央银行也大致属于这种类型。这类中央银行的特点是中央银行隶属于政府，在名义上独立性较弱，但在实际上中央银行拥有较大的决策与管理权和独

立性。英格兰银行的理事会是最高决策机构，理事会成员均是由政府推荐、国王任命。按照法律规定，财政部在认为必要时，可在与英格兰银行总裁磋商后直接向英格兰银行发布命令，但实际上财政部从未使用过这个权力；政府一贯尊重英格兰银行有关货币政策的意见，一般不过问货币政策的制定也不参与理事会的评议。在与政府的资金融通关系方面，英格兰银行一般不给政府垫款，只提供少量的隔夜资金融通。在货币政策工具的运用方面，英格兰银行也有直接决定的权力，如调整利率等。日本银行曾隶属于大藏省即财政部，日本银行法规定，日本银行的总裁、副总裁由内阁任命，日本银行开展国际金融交易、为保障与扶植信用制度而提供必要的业务时，须经大藏省主管大臣批准。但在货币政策制定与执行方面，日本银行具有独立行使权。1997 年 4 月修订的《日本银行法》规定，日本银行的根本职责是通过调节货币及金融，追求物价稳定以利国民经济的健全发展，并赋予日本银行独立地制定货币政策及自行决定采取措施，运用政策工具去实现货币政策目标的权力。在与政府的资金关系方面，日本银行原则上不承担向政府提供长期贷款和认购长期政府债券的义务，但政府发行的短期债券则大部分由日本银行认购。日本银行的利润扣除规定的比例后，全部上交财政，如果发生亏损，由国库款弥补。

中国的中央银行独立性问题

从 20 世纪中中华人民共和国建立伊始直至现在，中国人民银行一直是中央政府所属部委中的一个部门。在 1983 年 9 月国务院决定中国人民银行专门行使中央银行职能之前，当然无从提出中央银行独立性问题。就是在明确中国人民银行的中央银行地位之后的好几年，这一问题也未受到关注。只有在货币政策开始显示其重大作用之后，中央银行独立性问题才逐步进入经济金融理论界乃至政府有关部门的视野。

1995 年通过的《中国人民银行法》中规定："中国人民银行在国务院领导下依法独立执行货币政策、履行职责，开展业务，不受地方政府、各级政府部门、社会团体和个人的干涉"；"中国人民银行就年度货币供应量、利率、汇率和国务院规定的其他重要事项作出的决定，报国务院批准后执行"；"货币政策委员会的职责、组成和工作程序，由国务院规定，报全国人民代表大会常务委员会备案"。《中国人民银行法》规定中国人民银行隶属于国务院，即中国的中央银行仍然是政府的一个部门。不过，明确了是国务院即中央政府领导下的部门，"不受地方政府、各级政府部门、社会团体和个人的干涉"。同时，对于中央银行独立性的要求也有所反映，如"依法独立执行"之类的规定。

中央银行与政府部门之间的关系

不论中央银行对政府的独立性是强还是弱，中央银行与政府所属部门之间都有一定的联系。一般说来，独立性较强的中央银行与政府部门之间的联系相对松散，而独立性较弱的中央银行与政府部门之间的联系大都比较紧密。

与中央银行联系最为密切的是财政部门。由于财政部门在经济方面最能代表政府，所以中央银行对政府的关系在很大程度上反映在中央银行与财政部门的关系上；国家或政府对中央银行的管理和干预在许多方面也是通过财政部门进行的。

中央银行与财政部门的关系主要反映在下述几个方面：(1) 中央银行资本金的所有权大都由财政部门代表国家或政府持有；(2) 绝大多数国家中央银行的利润除规定的提存外全部交国家财政，如有亏损，则由国家财政弥补；(3) 财政部门掌管国家财政收支，而中央银行代理国库；(4) 中央银行代理财政债券发行，需要时按法律规定向政府财政融资；(5) 许多国家财政部门的负责人参与中央银行的决策机构，有的有决策权，有的则是列席权；(6) 有些国家的中央银行直接隶属于财政部；(7) 在货币政策和财政政策的制定和执行方面，中央银行与财政部门需要协调配合。

除财政部门之外，中央银行还与其他政府部门具有一定的联系，如经济运行的管理调节部门、贸易管理部门，经济方面的有关决策部门和咨询部门、统计部门，等等。中央银行与这些部门之间的关系体现在协作、信息交流、政策配合等方面，无隶属关系。除中央银行因代理国库与这些部门在国家预算资金拨付上有所联系之外，一般也无其他业务往来关系。

中国人民银行与财政部门的关系基本上也反映在前述几个方面。中国人民银行的全部资本金由财政部代表国家出资，属于国家所有；中国人民银行实行独立的财务预算管理制度，其预算经财政部审核后纳入中央预算、接受财政部的预算执行监督，每一会计年度的收入减除该年度支出并按财政部核定的比例提取总准备金后的净利润全部上缴中央财政，如有亏损由中央财政拨款弥补；中国人民银行代理国库，按照批准的国家预算要求代收财政收入即国库款，按财政支付命令拨付财政支出，反映预算收支执行情况并经办有关国库事务；在需要时中国人民银行代理财政部向各金融机构组织发行、兑付国债和其他政府债券；中国人民银行不对政府财政透支，不直接认购、包销国债和其他政府债券；财政部一位负责人参加中国人民银行货币政策委员会；中国人民银行和财政部作为货币政策和财政政策的制定者和执行者必须协调配合；在行政关系上，中国人民银行和财政部同属国务院组成部门，均承担着国家宏观经济调控的任务，但互不隶属。

除财政部之外，与中国人民银行联系比较密切的政府部门还有国家发展计划

委员会、国家经济贸易委员会 这两个委员会与中国人民银行和财政部，是1998年国务院机构改革后国务院组成部门中的4个宏观调控部门。

第四节　中央银行体制下的支付清算系统

支付清算系统和中央银行组织支付清算的职责

支付清算系统（payment and clearing system），也称为支付系统（payment system），是一个国家或地区对伴随着经济活动而产生的交易者之间、金融机构之间的债权债务关系进行清偿的系统。具体地讲，它是由提供支付服务的中介机构、管理货币转移的规则、实现支付指令传送及资金清算的专业技术手段共同组成的，用以实现债权债务清偿及资金转移的一系列组织和安排。

支付清算体系有其久远的发展历程。在买卖和借贷中的货币支付，是经济生活中随时随地都在发生的经济行为。伴随着商品货币经济的发展，支付的过程从最简单的当事人当面的支付，到通过中间人的支付，到超出本地市场领域的支付，到超出国界的支付；支付的工具从铸币、现钞的支付，到利用票据的支付，到通过中介的账面金额划转的支付，等等。这就会自然而然地形成满足当时经济发展所需要的支付清算体系。当然，早期的支付清算体系那时尚无有关的成文法调整，而是靠习惯和行规规范。

现代的支付清算体系则是伴随着中央银行制度的发展而发展的。各国中央银行，大多有法令明文规定，负有组织支付清算的职责。《中国人民银行法》明确规定，作为中央银行的人民银行有履行“维护支付、清算系统的正常运行”的职责；“应当组织或协助组织金融机构相互之间的清算系统，协调金融机构相互之间的清算事项，提供清算服务”。

随着经济全球化步伐的加快和信息技术的飞速发展，支付清算体系作为一国或一个地区金融体系中不可分割的组成部分，起着越来越重要的作用。目前，现代化的大额实时清算系统已在大多数发达国家和少数发展中国家稳定运行，成为各国中央银行行使其职能的不可缺少的基础性设施。

支付清算系统的作用

由一国中央银行主持下的支付系统是现代经济活动运行的“基础设施”。它可以形容为资金的高速公路，当道路宽阔、畅通、覆盖面大时，资金在债权债务人之间的流动就顺畅，经济体运行就健康。如果不通畅，例如用于支付的资金在

支付系统中被金融机构无偿占用的时间过长，就会付出过高的清算成本，资金运用的效率就会降低；一旦发生局部的堵塞和服务中断，债权债务不能及时清偿，就会给经济运行带来巨大的影响。因此市场经济较发达的国家都十分重视建立一个高效、稳定的支付系统。

安全、高效的支付系统有利于规避金融风险。任何一个国家或经济体的支付系统都是通过缜密设计、合理建设和规范运行来规避和控制各种金融风险的。支付系统在运转过程中可以发现金融机构经营过程中的一部分潜在的信用风险和流动性风险，并能主动预警。比如支付系统可以监测各家商业银行清算账户的日间透支额和日终透支额，一旦这些指标出现异常，支付系统就会要求商业银行采取必要的措施，以保证支付效率。

高效的支付系统还可以为一国中央银行的货币政策服务。任何国家的中央银行在制定货币政策时都需要以完整、可靠、及时的金融信息为基础。支付系统提供的信息来源于真实发生的每一笔支付业务，因此可以为中央银行分析金融形势、制定货币政策提供服务。从另一个角度讲，支付系统又是中央银行货币政策实施的工具和渠道。比如通过支付系统可以改变货币供给量，扩大或缩小现钞和硬币的发行量；通过提供便利或设置障碍，支付系统还可加快或放缓货币流通的速度。近年来流行于欧美支付系统的 DVP（delivery versus payment）服务，是将支付系统与一国中央银行的公开市场业务交易系统相连接，使中央银行的债券买卖与金融机构的账户处理同步完成，这就有效地缩短了中央银行公开市场交易这一货币政策工具的时滞。

如果是通用货币的支付系统如美元、欧元、日元的支付系统，它们还会对全球经济或区域经济发挥作用。

中国人民银行为适应我国经济市场化改革的需要，正在构建一个现代化的、高效的支付系统。这个支付系统目前组织银行间同城或同地区和异地两大类资金清算。同城或同地区银行间的资金清算，主要是通过票据交换所来进行。票据交换所通常是由当地人民银行直接主办。异地银行间远距离的资金划拨也是由人民银行统一办理。异地资金划拨的具体做法主要有两种类型：（1）先由各商业银行等金融机构通过内部联行系统划转，最后由它们的总行通过中央银行办理转账清算。（2）直接把异地票据统一集中送到中央银行办理轧差转账，再送至各商业银行总行或分支行记账。

“结算”和“清算”

在讨论支付清算问题时，最常用的两个概念是“结算”和“清算”。

支付清算的全过程，是由两个相互连接的过程组成的：

其中的一个过程可以称做算账过程。经济生活中，由于商品买卖、服务供应、资金调拨等经济关系，人们相互之间存在着广泛的应收债权与应付债务。在一定的时点上，总有到期应该结清的应收和应付。一个人可能只有应收或应付，但在频繁的经济交往中往往是既有应收又有应付。因而彼此之间的应收和应付，这时就需要把应收债权与应付债务进行抵销并计算出应收应付的差额。它属于下一过程的准备阶段。

随后的过程则是以货币收付行为结清应收应付的差额。这标志支付清算全过程的完成，意味着相关债权债务关系的终结。

国际上，在这一专业领域，对前一个过程由英文 clearing 表示；对后一个过程用英文 settlement 表示。如十国集团中央银行支付与结算委员会的定义：clearing 是 settlement 之前对支付指令进行发送、对账和确认处理的过程，它包括轧差和产生应 settlement 的最后余额。狭义的 clearing 专指银行同业间，在为彼此的客户服务中所产生双边或多边债权债务关系需要清讫之际，轧出应收应付差额的行为过程。至于 settlement，是以现实的货币收付作为标志，即货币的最终转让，也称为交割（delivery）。广泛意义的 settlement 可以发生在任何地点、任何时间、任何交易上，比如证券买卖，黄金买卖，期权、期货交易等。狭义的结算专指银行代客户所进行的货币收付行为。

我国目前所使用的“结算”与“清算”就是与 clearing 和 settlement 相对应的。但不是一对一地对应：不论是“结算”还是“清算”，其含义往往都包括 clearing 和 settlement 这两个过程，而不是专指哪一个过程。就中文“结”与“清”的字面推敲，确是极难区分各自应分别与哪一个过程对应。在一些译名手册中，把“清算”与 clearing 对应；把“结算”与 settlement 对应。但是，在讲解支付清算与实际操作支付清算的人群之间最终约定俗成之前，概念的使用总会有交叉、模糊的状况存在。

常用的清算方式

常用的清算方式有四种：

1. 全额实时结算（real time gross system）：是指对每一笔支付业务的发生额立即单独全部进行交割，表现为每笔转账的支付指令发出时，无须参与轧差而是逐笔直接进行结算。在 RTGS 系统下各家商业银行或参与结算的客户要保证自己在支付系统的清算账户上有足够的支付金额。此方式的优点是支付效率高，支付指令发出到最终结算之间的时间短，责任明确，有利于支付风险的控制。缺点

是商业银行或客户在支付系统账户中占用的用于结算的资金较多。

2. 净额批量清算（bulk transfer net system）：是指累计多笔支付业务的发生额之后，在一个清算周期结束前，用净额清算系统的参与者从系统中其他所有参与者那里应收到的全部转账金额与他对其他参与者的应付出的转账金额轧出差额，形成据以结算的净借记余额或净贷记余额。这些净余额的计算可以是双边的或多边的。该方式的优点是占用商业银行或客户的清算资金少，缺点是净额结算过程中应付方容易发生透支现象，给收款方造成结算风险。

3. 大额资金转账系统（wholesale funds transfer system）：是指单笔交易金额巨大，但交易笔数较少，对安全性要求高，付款时间要求紧迫的支付方式。其优点是资金在途时间短，入账速度快。缺点是处理资金的成本高，收费高。

4. 小额定时结算系统（fixed time retail system）：又称为零售支付系统。该系统主要处理大量的每笔金额相对较小的支付指令。如私人支票、ATM 机业务以及商场收款台上的电子资金转账销售点业务，即 POS 机业务。它们属于对时间要求不紧迫的支付，常采用批量、定时方式处理。这样处理，成本低廉，收取的费用较低。

在现实生活中，以上四种清算方式是组合使用的。通常全额实时清算采用的是大额支付系统，而净额批量清算采用小额定时支付系统。

票据交换所

票据交换所（clearing house）是最早形成的支付清算组织。上述有关支付清算体系的原理在这一组织中均可找出脉络。

在现代银行发展的早期阶段，随着支票等银行票据的流通，必然引起银行要为客户收进的票据办理向出票人开户行索款的业务。由于支票的签发是以客户在银行有存款为前提，因此，支票授受客户双方的债权债务关系就反映为双方开户银行间的债权债务关系。由此，也就产生了银行间结清这种债权债务关系的问题。

早期银行间这种债权债务关系的结清方法是由银行每天派专人持客户交送来的收款票据，前往各应付款银行收取款项；付款行支付现金并从而结清债权债务。显然，这种方式耗费人力，既不方便，又不安全。随着银行收进客户交存的别家银行的票据越来越多，银行的收款人员就渐渐约定地点，自行相互交换所持对方银行的票据，轧清应该收进和应该付出的款项，以节省时间和精力。在这样的基础上，经各银行协商，制定相应的票据交换规章制度，票据交换所就产生了。

世界上第一家票据交换所1773年在伦敦成立。此后，纽约于1853年，巴黎于1872年，大阪于1878年，柏林于1887年先后成立了各该国的第一家票据交换所。

中国银行业间最早的票据交换所是于1933年在上海成立的。与此同时，还存在有钱庄业间的“汇划总会”和英商汇丰银行设立的“划头清算中心”，分别为钱庄和外商银行办理票据交换。1945年国民党政府改组成立了上海票据交换所，各银行、钱庄及外商银行均在该所参加票据交换，并由中央银行领导和集中办理清算。

解放初，上海票据交换所曾继续营业。1952年由中国人民银行接办。随着后来的高度集中计划经济体制及“大一统”银行体制的建立，不再需要独立的票据交换所。1986年以后，全国开始试行扩大同城票据交换，大中城市普遍建立起票据交换所，大大提高了票据清算效率，加速了资金周转。

票据交换所的工作程序

最初，票据交换所只是把参与票据清算的各家银行集中起来，由它们自行分别办理票据交换和结清应收应付款项。这时，每家银行都须与其他银行逐一办理票据交换，比如A银行要与前来参加清算的B、C、D等几家银行分别交换票据，其他银行也如此。但人们很快认识到，任一银行的应收款项，一定是其他银行的应付款项；任一银行的应付款项，又一定是其他银行的应收款项；各银行应收差额的总和，一定等于各银行应付差额的总和。因此，两家银行彼此结清差额的办法就可以由这样的办法代替：所有参加交换的银行分别轧出自己对所有其他银行的应收金额或应付金额，汇总轧出本行是应收还是应付的差额，并据以结清债权债务。表10—7可以说明这样的工作原理。

表10—7

	A银行	B银行	C银行	D银行	应收总额	应付差额
A银行	—	20	10	40	70	—
B银行	30	—	50	20	100	20
C银行	20	80	—	10	110	—
D银行	10	20	40	—	70	—
应付总额	60	120	100	70	360	×
应收差额	10	—	10	—	×	20

表中A银行对B银行应收20，应付30；对C银行应收10，应付20；对D银行应收40，应付10；应收应付轧差，该行应收10。其余类推：B银行应付

20，C银行应收10，D银行应收应付平衡。所以，只要把A和C应收20与B应付20结清后，应收应付各350的金额即可全部结清。

过去，曾直接以现金当场清结应付差额。如某银行若有应收的差额，则从票据交换所出纳处领取现金；反之，则将应付现金交与出纳处。随着各商业银行以及票据交换所均在中央银行开有活期存款账户，收付差额通过在中央银行的存款账户间的转账即可完成。

[复习思考题]

1. 为什么市场经济体制之下，需要有中央银行？学习以下各篇之后对这个问题会有较多的理解，希望把它列在需要继续思考的问题之中。

2. 中央银行区别于一般商业银行的特点是什么？试通过中央银行的资产负债表来说明其特定的职能。

3. 通过对我国近20年来中央银行资产负债表主要项目的内容与比重变化的分析，试归纳出：(1) 职能变迁的原因及特点；(2) 与发达市场国家中央银行的异同点。

4. 既然中央银行是国家的银行，为什么还要强调中央银行相对于政府的独立性？

5. 对于判断中央银行独立性的强弱，人们设计了一些度量的标准。你认为目前我国中央银行独立性的状况如何？

6. 为什么中央银行组织支付清算系统的职责日益受到重视？一个方便、快捷并保持顺畅运行的支付清算系统对经济生活有何重要意义？

7. 中央银行作为“最后贷款者”的角色，其重要意义日益受到重视。为什么？

第十一章

金融体系格局
——市场与中介相互关系

第一节　金融体系与金融功能

这一章是在上面分别讲述了金融市场和金融中介机构的基础上，讨论这两者相互关系的演进和格局。为此，对金融体系与金融功能先作一些剖析。

金融体系再释

在第三章第二节，已经对金融体系勾画了一个极为简略的轮廓，列出了它的五个构成要素。

这五个部分并不是按照某一标准划分开来的相互独立的、并列的子系统。

首先的一个因素，即由货币制度所规范的货币流通，是覆盖整个金融体系的构成要素。在一个经济体中，假如不存在为这个经济体所承认的现实的货币——作为计量单位和支付手段统一体的货币，则无从设想金融体系的存在。所以，由货币制度所规范的货币流通可以说是金融体

系赖以展开的基座、平台。有的分析中，并不把这一构成要素列入金融体系之内，而是把它视为金融体系借以存在并无须加以论证的前提。

关于金融市场和金融机构，是融资运作的两大领域。人们常常把融资的两种形式——直接融资与间接融资分别与金融市场和金融中介挂钩：金融市场是直接融资领域；金融中介是间接融资领域。对于这样的"挂钩"中所存在的问题下面要做分析。但无论如何，要在自有的资本之外融资，不是找金融市场，就是找金融机构。换言之，这两者是构成金融体系实体的两个互补的部分。所以，极其常见的说法是：金融体系是由金融市场和金融中介机构所构成。

金融工具，有的是服务于金融市场，有的是服务于金融中介机构，越来越多的则是既服务于这一领域，也服务于那一领域。没有脱离金融市场和金融中介的金融工具；也没有不存在金融工具的金融市场和金融中介。所以在金融体系是由金融市场和金融中介机构所构成的说法中，不言而喻，就包含有金融工具。

最后一个要素，国家对金融运行的管理和在金融领域进行的政策性调节，是由金融的特殊性所决定的。金融活动与社会公众利益有极强的直接联系；换一个说法，金融产品在一定程度上是准公共产品。比如一家银行丧失流动性，会使千家万户的存款人遭受损失；一家股份公司倒闭，会使千家万户的持股人遭受损失；货币币值的波动，更会影响经济体中的每一个微观经济行为主体的利益。因此，国家的管制框架就成为金融体系中一个密不可分的组成部分。上面列举的几个方面，无论是涉及货币制度的行为，是涉及金融市场的行为，是涉及金融中介机构的行为，还是涉及金融工具的行为，均受法律和政府规章制度的调整和规范。因而讨论有关金融的任一问题，都不能不包括管制框架的内容。

从上面对金融体系的再次解释，可以看出，本章讨论金融市场与金融中介机构相互之间的关系，实际会涉及整个金融体系，是有关金融体系的全局问题。对于金融市场与金融中介机构相互之间的关系，本章以"金融市场格局"的概念概括。这样的概括只是为了简化文字叙述，而不是已经规范化了的概念。

金融功能

传统理论对金融体系的研究分为两个基本的方面：其一是分析金融市场上各经济行为主体之间的关系；另一是分析金融中介如银行、保险公司等机构的活

动。这里介绍近十年来用于分析金融问题的一个新的概念框架，即功能[1] 主义金融观，或称金融功能观（perspective of financial function）。

20 世纪 90 年代初，罗伯特·莫顿（R.Merton）和兹维·博迪（Z.Bodie）系统地提出了一种新的分析框架，即金融功能框架。

金融功能观认为：为了分析不同国度、不同时期的金融机构为什么大不相同，应采用的概念框架，其主线是功能而不是机构。在博迪和莫顿合著的《金融学》中列有两条理由：其一是“金融功能比金融机构更为稳定”；其二是“机构的形式随功能而变化……机构之间的创新和竞争最终会导致金融系统执行各项功能的效率提高”[2]。

不同国度、不同时期金融机构的不同，核心的问题实际上会聚焦于金融机构与金融市场相互关系的不同，也即金融系统格局的不同。所以金融功能观并非限于用来分析金融机构问题，而是可以用来剖析金融系统格局的。

金融系统基本的、核心的功能，他们归纳为六项。依次为：

1. 在时间和空间上转移资源。

从第二章开始，特别是在第六章、第八章、第九章，关于这一功能均有阐述。第六章的图 6—1 可再次阅读。

2. 提供分散、转移和管理风险的途径。

这一功能涉及金融市场和金融中介运作的方方面面。从银钱业到保险业，到股份制，它们的产生和发展，都与分散和转移风险有直接的因果关系。衍生金融工具进入经济生活更是直接为了提供规避、对冲风险的工具。总的来说，金融体系能够将风险合理地配置到有承担能力且愿意承担的部门和经济行为主体。近半个世纪，对于投资者，金融中介更进入风险管理的服务阶段。这在第七章第四节和第九章第十三节有较为集中的讨论。

3. 提供清算和结算的途径以完结商品、服务和各种资产的交易。

所有的商品、服务和各种资产的交易都需要进行货币支付，而货币支付又形形色色，如不能亲自收付，如需延期、越洋等等，要求各异。各类金融中介提供的服务使它们日益便捷、安全、快速、节省。这就保证了经济的润滑进行，节省了经济发展的社会成本。上一章讲述的国际化的支付清算系统，更说明金融体系在这方面的巨大作用。

4. 提供了集中资本和股份分割的机制。

---

[1] 也多译为“职能”。

[2] 参阅兹维·博迪、罗伯特·莫顿：《金融学》，23～24 页，北京，中国人民大学出版社，2000。

股份公司、银行、投资基金等等，都是集中小额资金、短期资金以解决巨额资本需求的形式。而巨大的营运资本可以通过股票形式把所有权细分；巨大的债权则可以通过基金形式把债权分割，等等。

5. 提供价格信息。

金融领域的价格信息，如利率、汇率、股市行情等，对于投资决策、经营决策的重要性是人所共知的。而金融体系则提供了这些金融信息形成的机制。第四章、第五章、第七章这几章都以相当的篇幅讨论了这些金融信息的意义和形成规律。

6. 提供解决“激励（incentive）”问题的方法。

这是金融体系在涉及金融工具设计、公司治理等多方面的功能。其中，公司治理（corporate governance）这个概念是最近20多年才迅速发展起来的。

在传统的金融实践中，公司内部的治理状况只是据以评价信誉和经营状况以决定是否提供金融支持；而金融的业务行为并不介入公司治理的内部。晚近的金融理论和实践，则认定，金融活动应该延伸并也实际延伸到公司治理之中。所以，把公司理财纳入金融体系的观点也颇为流行。

在公司治理的问题中，存在着由信息不对称而产生的道德风险和逆向选择，以及委托—代理问题。在上述的《金融学》中举有这样的例子：如果银行对贷款要求抵押担保，就会使借款人谨慎使用贷款。由于技术进步，降低了对抵押担保品价值的评估成本，这类金融业务的应用范围不断扩大，从而有助于减少轻率取得贷款的道德风险。这是以新的观点解读传统的银行业务。如代理人的利益与公司的股票价格挂钩，像代理人股票期权分红的做法，则使代理人与委托人的利益一致，有利于缓和委托—代理的矛盾。这则是解释期权分红近年来在公司治理中形成制度广泛推行的原因。

关于金融这一功能的论述，本书还是采取传统的处理方法，留给公司理财学科。实际上，近年来，公司理财中一个重要的研究课题就是公司治理问题。

金融功能的框架是极其有用的分析框架，虽说它仍在发展的过程之中。

现有的金融功能框架是微观分析框架

需要明确的是，这里介绍的博迪-莫顿的金融功能框架是一个微观分析的框架。类似研究的功能框架也还有许多。

在第三章第一节指出，在中国，“金融”作为理论分析的对象，包括微观和宏观两个层面；以它为对象的金融理论既包括微观视角，也包括宏观视角。在国外，学界流行的观念，如第三章所指出的，“Finance（金融学）”属微观金融理

论；而宏观金融理论则以"Economics of Money"来概括。[1]

博迪和莫顿的《金融学》是微观金融理论的典型。正是由于微观分析的立足点，所以创造货币，为经济提供流动性，就不包括在上述的金融体系六功能之内。如果按照我国对"金融"范畴习以成惯的理解，创造货币，形成货币供给，自应列为金融体系诸功能的首位。从第一章开始，已经多处讲述了金融体系，主要是银行体系，创造了当今现实生活中用于支付的银行券和存款货币。对于这个问题下一章将专门论述。可以毫不夸张地说，在现代经济生活中，没有金融体系，就没有货币可用来收付；而没有货币进行支付，上述的金融功能也无从展开。当然，是微观分析和宏观分析分别建设学科，还是把两方面统一在一门学科之内，取决于不同的目标，不能据以比较优劣。

第二节　金融体系的两种格局

中介与市场对比的不同格局

金融功能是由金融中介和金融市场的运作来实现。

在现实世界中，一个国家的金融体系必然同时包括这两个部分。但是在不同的国家，在一个国家的不同历史时期，这两者的重要性却不尽相同。也就是说，这两者在金融体系中所占地位的对比却有不同的格局。例如，目前美国的金融体系中，资本市场非常发达，而在欧洲大陆很多国家，例如德国和法国，则是大银行在金融体系中占据主导地位。

中国的金融体系，从静态观点看，银行占绝对优势，靠近德日模式；就动态观点看，资本市场发展迅速，似乎正在朝美国模式发展。对于这种正在摸索、转型的金融体系来说，比较金融体系的不同格局，有助于我们分析、理解金融体系发展与变化的趋向。

对金融体系存在不同格局的论证

最具有影响力的是通过金融资产的结构来考察银行与资本市场在资金融通中的相对重要性，并据以分析金融体系的格局。

---

[1] 按美国经济学会或者说目前国际经济学界通行的经济学科分类，"货币银行学"属于E项，即"宏观经济学和货币经济学（Macroeconomics and Monetary Economics）"；而"金融学（Finance）"属于G项，即"金融经济学（Financial Economics）"。

表11—1显示了几个主要工业化国家的银行与资本市场在资金融通中所占的比重。数字所显示的区分是显然的：德国和美国分别代表了两种不同的类型。在美国，银行资产对GDP的比为53%，只有德国的三分之一；相反，美国的股票市值对GDP的比为82%，大约比德国高三倍。正是根据这样的数字，美、英的金融体系常常被称为"市场主导型（market-oriented type)"，而德、法、日则被称做"银行主导型（banking-oriented type)"。

表11—1　　银行与资本市场的国际比较（%）

（1993年）　　单位：10亿美元

	GDP	银行资产	(2)/(1)	股票市值	(3)/(1)
	(1)	(2)		(3)	
美国	6 301	3 319	53%	5 136	82%
英国	824	2 131	259%	1 152	140%
日本	4 242	6 374	150%	2 999	71%
法国	1 261	1 904	151%	457	36%
德国	1 924	2 919	152%	464	24%

资料来源：Allen and Gale，2001，"Comparative Financial Systems: A Survey"，*Mimeo*，p.72.

但是，早在20世纪的80年代末，有的学者从各国的企业是如何融资的角度剖析，并得出了一个不同于上述的结论：在主要发达国家的企业资金来源结构中，企业内部资金是最重要的；在外部资金来源中，银行贷款是最重要的，而股权融资的比重通常较小。这一结论使得金融体系的划分变得比较困难了——至少从企业融资的角度来看，各国的金融体制差别并不大。表11—2列有1970—1994年的平均数。数字可以论证：从企业实际融资的角度可以否定金融体系存在实质性的区别。

表11—2　　德日英美四国企业净资金来源（%）

（1970—1994年）

净资金来源	德国	日本	法国	英国	美国
内部资金	78.9	69.9	60.6	93.3	96.1
银行	11.9	26.7	40.6	14.6	11.1
债券	-1.0	4.0	1.3	4.2	15.4
新发股票	0.1	3.5	6	-4.6	-7.6
商业信用	-1.2	-5.0	-2.8	-0.9	-2.4
资本转移	8.7	—	1.9	1.7	—
其他	1.4	1.0	-6.5	0.0	-4.4
统计调整	1.2	0.0	2.5	-8.4	-8.3

资料来源：Corbett and Jenkinson，1997，"How is investment financed: A study of Germany, Japan, The United Kingdom and the United States"，*The Manchester School Supplement*，p.74.

就表 11—2 的数字，可图示如图 11—1：

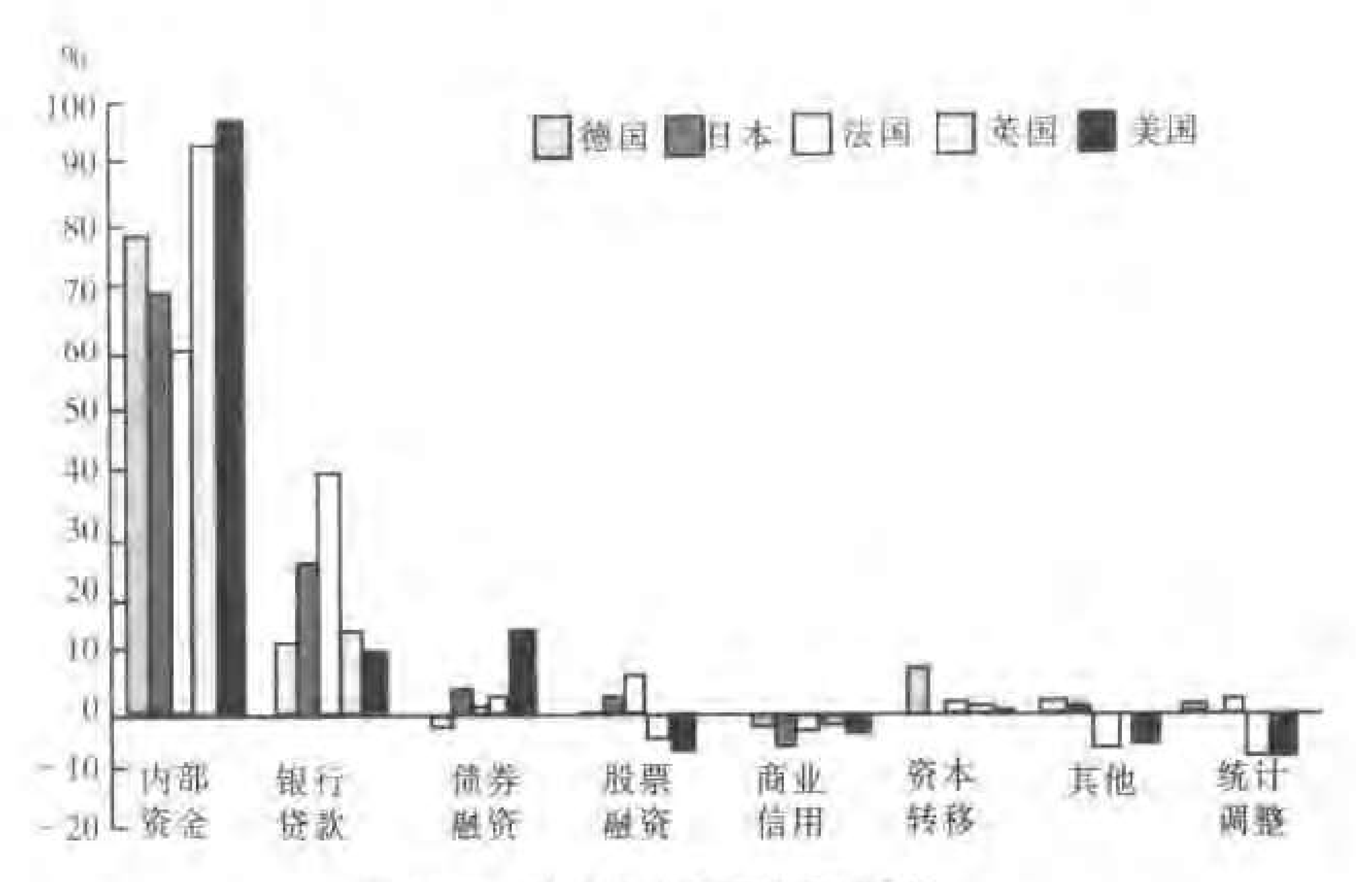


图 11—1　企业资金来源的国别比较

表 11—1 和表 11—2（及其图 11—1）形成了较大的反差。对此，学术界迄今没有普遍认可的解释。焦点主要集中在数据的来源与处理方法上。上面的两个表，前者使用的是宏观存量数据，而后者使用的则是宏观流量数据。利用的数据不同，是有可能得出差异较大的结论来的。

从家庭部门金融资产结构的差异看金融体系格局

有的学者是就家庭部门金融资产的结构来考察金融体系格局的差异。

据日本、德国、美国、英国的资金流量核算的资料，对该四国的家庭金融资产构成整理如表 11—3。

表 11—3　　日、德、美、英四国家庭金融资产构成（%）

	日本		德国		美国		英国	
年末	1990	2000	1990	2000	1990	2000	1990	2000
现金、存款	48.5	54.0	45.8	35.2	19.3	10.6	30.7	22.2
债券	8.5	5.1	13.7	10.1	12.8	9.2	1.8	1.3
投资基金	3.8	2.6	4.1	10.5	5.5	11.9	0.6	5.8
权益资本	12.6	6.4	10.5	16.8	33.8	34.1	16.2	16.9

续前表

	日　本		德　国		美　国		英　国	
年　末	1990	2000	1990	2000	1990	2000	1990	2000
保险、养老金	19.7	27.0	24.9	26.4	25.7	31.6	45.1	50.3
其他	7.0	4.5	1.0	1.1	2.9	2.6	5.5	3.5

在表11—3里，有两个项目，日本与德国为一方，与美国和英国的另一方，存在极为明显的差异。一是"现金、存款"项目。在1990年，该项目在家庭金融资产构成中，日、德分别占48.5%和45.8%，而美、英分别占19.3%和30.7%；在2000年，日、德分别占54.0%和35.2%，而美、英分别占10.6%和22.2%。一方明显高，一方明显低。二是"权益资本"项目。这个项目不单纯是股票持有，但占主要地位。在1990年，该项目在家庭金融资产构成中，日、德分别占12.6%和10.5%，而美、英分别占33.8%和16.2%；在2000年，日、德分别占6.4%和16.8%，而美、英分别占34.1%和16.9%。无论是1990年还是2000年，美国均大大高出其他国家，日本则突出的低；英国在1990年均比日、德为高；2000年德国的这个数字是16.8%，显示10年间有较大的变化——已赶上英国的16.9%的水平。除这两个项目外，"保险、养老金"一项在家庭金融资产构成中的比重，美、英明显高于德、日。

根据表11—3，作图11—2（a）和11—2（b），便于直观。

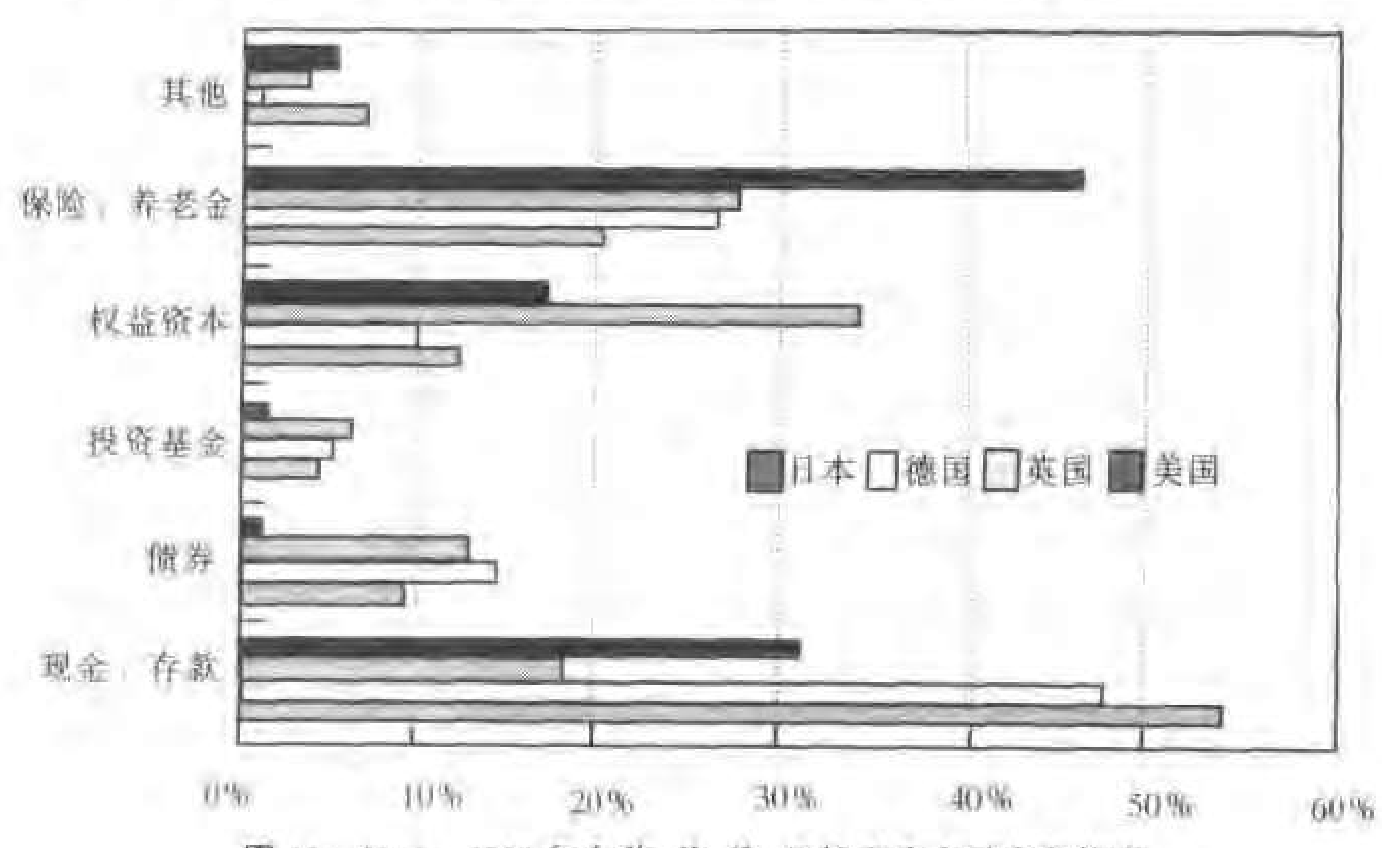


图11—2(a)　1990年末英、美、德、日的家庭金融资产构成

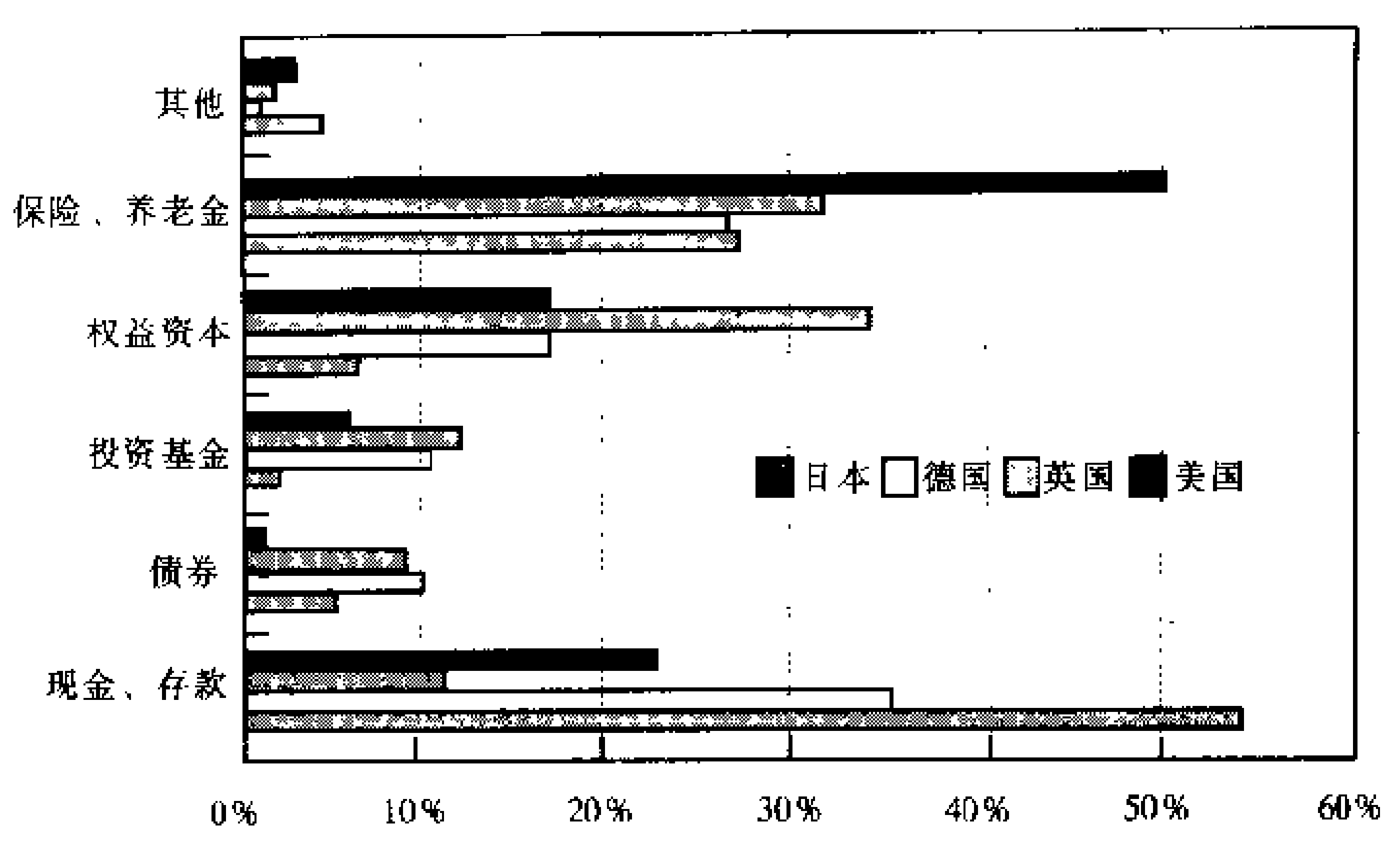


图 11—2(b) 2000 年末英、美、德、日的家庭金融资产构成

表和图，也可说明不同金融体系格局的存在。

两种金融体系格局的具体比较

表 11—4 对以德国为代表的银行主导型金融体系和以美国为代表的市场主导型金融体系进行了简要的比较。

表 11—4 美国与德国的金融体系比较

	美国	德国
银行体系		
商业银行	提供短期工商企业贷款、住宅贷款、农业贷款，以及对同业贷款。格拉斯—斯第格尔法禁止商业银行从事投资银行业务，但是自 1999 年 11 月后放松。	主要包括三大全能银行：德意志银行、德累斯顿银行、商业银行，从事存贷款、生命保险、有价证券承销和投资多种业务。
储贷机构	传统上提供抵押和其他消费信贷。很多是互助性质的，即存户同时是股东。	兼顾公共利益，不以盈利最大为目标。共有三级：地方、州和中央储蓄银行。
保险	生命保险公司提供税收比较优惠的储蓄手段；财产保险公司的主要目的是提供保险，投资工具只是副产品；很多公司是互助性质的。	全能银行与保险公司均能提供保险。但是与银行不同，保险公司受到严格监管。

续前表

	美国	德国
养老保险		
公共	涵盖所有员工；保费与平均收入相联系；替代率较低。	涵盖所有员工；保费与工作期间平均收入相联系；替代率较高。
私营	主要包括根据最终收入决定的固定受益人；通常不采用指数化；固定认缴计划日趋重要。	
金融市场		
股票市场	三大主要交易所为：NYSE，AMEX，NASDAQ；它们是经由初次发行(IPO)筹集资金的主要渠道。	以法兰克福为中心的7个区域性交易所；上市公司数量较少。
债券市场	各级政府以及企业重要的资金来源。	各级政府与银行重要的资金来源。对非金融企业不重要。
衍生市场	商品期货市场始于19世纪晚期。金融期权与期货市场始于20世纪70年代早期；互换和其他衍生工具柜台交易量很大。	金融期权与期货市场始于1990年，交易量很小。

资料来源：Allen & Gale，2000，“Comparing Financial System”，MIT，p.53，p.72.

不同金融体系格局是怎么形成的

一个国家金融体系格局的形成受多种因素的影响。其中非常重要的一项就是受到人为政策管制的影响。管制政策大多取决于对某次经济危机、金融危机的反应，而体制一旦形成，就会出现路径依赖——体制变革的成本通常大于维持原有体制的成本。

现代金融体系最早形成于欧洲。1719—1720年是金融发展史上具有重要意义的年代，这两年发生了两个相互关联的事件：一个是法国的“密西西比泡沫事件”，另一个是英国的“南海泡沫事件”。正是这两个事件，以及此后很长时期中，英国与法国对事件的不同反应，形成了两种差别很大的金融体系，即以市场为主的英美模式和以银行为主的欧洲大陆模式。

在泡沫事件发生之后，两国都制定了相应的法，对股票市场严格监管。但是，英国在19世纪初即废除了该法；而法国直到20世纪80年代才开始放松对资本市场的管制。德国与英法相比，工业化起步较晚，在19世纪，股份制企业数量很少，资本市场主要是为政府债券以及为王室和城邦的贷款服务。由于受到法国银行模式的影响，而且德国的银行家有很多是从企业家转变来的，因此，银

行与工业企业相互持股、相互渗透的现象非常普遍。企业与某个特定的银行建立长期关系，相应的银行则为企业提供全方位的金融服务。在19世纪晚期，德国银行的全能体系得到了迅速的发展。

与其他工业国家不同，在美国的金融体系中，大银行始终不占支配地位。美国独立后不久，曾经有建立大型联邦银行的提议，并据此建立了第一美洲银行（1791—1811年），以及此后的第二美洲银行（1816—1836年）。但是，美国作为一个移民国家，民众意识中对于权力集中存在根深蒂固的恐惧和反感。1832年围绕是否重新审核第二美洲银行的执照，反对意见达到了高潮，法案最终未能通过。这一事件是美国银行发展史上的分水岭。从此，建立分散的银行体制、避免金融机构权力过大成为社会的主流意见。20世纪30年代的大萧条，是对美国银行制度的另一个重要影响。1933年通过的《格拉斯-斯蒂格尔法案》使得商业银行与投资银行彻底分开，商业银行不准持有企业股票。这一法案就成为分业经营和分业监管的经典。前面第九章指出，该法案1999年已经废止。

通过对不同的金融体制发展的简单回顾可以看出，不同的金融体制在形成之初，并没有抽象的理论研究，或者是优劣比较，甚而可以说具有一定的历史偶然性。

金融体系格局的演进趋向

近些年，金融市场的发展趋势极为强劲；而金融中介，主要是银行，却好像步履蹒跚——至少给一些人造成了这样的印象。

20世纪70年代以来，世界各国的金融体系均发生了或正在发生着重大的变化。造成变化的主要原因在于：

——信息技术的革命极大地提高了金融体系的效率，降低了融资的交易成本和信息成本。原来在金融体系中处于绝对优势的以银行为主的金融中介越来越多地受到直接市场融资的竞争压力。

——战后发达国家通货膨胀经常发生，利率风险加大；布雷顿森林体系在20世纪70年代初瓦解，国际货币制度进入浮动汇率制，汇率风险加剧。于是贸易和金融领域极其需要发展新的金融工具规避风险。这种客观需求刺激了衍生金融工具市场的发展，而衍生金融工具交易急剧地扩大了资本市场的规模。

——银行体系在金融市场的压迫下，不断突破政府的各种管制，创造和使用新的金融产品，积极参与市场交易。同时，受自由主义经济思潮的影响，各国政府的管制思想本身也在发生变化，基本趋势是放松管制，为金融创新提供了较为宽松的环境。但由此增强的银行业的竞争力量，在更为迅猛的资本市场扩充面前

依然显得柔弱。

在以上几个因素相互作用的背景下，在传统的银行主导型国家中，如德、法、日，资本市场都显示了较为快速的发展。其中如法国，这个有非常典型的大银行主导金融体系的国家，其资本市场自20世纪80年代以来的发展，相当可观。参见表11—5。

表11—5　　法国资本市场的发展：1980—1992　　单位：10亿法郎

	1980年	1986年	1990年	1992年	实际增长%
证券发行	136	494	567	640	292%
股票	24	144	228	274	794%
债券	112	350	339	366	185%
证券交易	124	2 142	3 806	4 964	2 787%
股票	60	424	716	642	1 022%
债券	64	1 718	3 090	4 322	4 442%
市值	843	3 127	4 333	5 126	383%
股票	258	1 150	1 738	1 932	534%
债券	585	1 977	2 595	3 194	317%
投资基金资产	67	1 009	1 943		2 051%

资料来源：《货币与金融统计年报》，法国中央银行。

因而，近年来成为政策部门和学术研究关心的话题是：各国金融体系是否会“趋同”，或者是否应该向美国模式“收敛”？

信息技术与金融体系格局的变化

对于信息技术革命对金融体系的影响，在国外是论述的重点。

现代信息技术革命的特征是：第一，信息处理技术和通信技术的融合；第二，信息处理和传播的速度加快、范围扩大（全球化）、成本降低；第三，信息技术的日益普及。这一些都对金融领域产生巨大的影响。

1. 由于信息技术的影响，资本市场的功能得到极大的强化。随着信息技术的发展，信息处理能力极大地提高。同时金融工程日益发展，金融资产的风险收益组合更容易计算，对各种金融资产的特征进行组合与分解的证券化技术不断发展，扩大了可交易金融资产的范围。同时交易成本的下降刺激了套利活动，增加了市场的交易规模。而且，电子交易的扩大，从总体上提高了金融交易的效率。因此，在资本市场竞争的压力下，传统银行的存贷款业务持续呈现下降的趋势。这一点在资本市场发展的英美等国表现的尤其突出。

2. 降低了以银行为代表的传统金融中介机构市场准入的门槛。例如，日本2001年6月网上银行Japan Net Bank和Sony Net Bank相继开业。传统金融机构以外的企业，借助各种信用评级技术，克服了传统商业银行借助结算账户把握客户资金动向的优势，也参与金融业的竞争。结果是金融中介的功能被严重分散化。

与之同时，信息技术革命也导致金融服务业的规模经济效应增大。大型商业银行之间以及银行与其他金融机构之间的并购和合作趋势加强。在这样的基础上，银行虽然能够借以获取一些垄断利润，但是总起来看，金融中介功能分散带来的损失还是大于垄断利润获得。

从美国的情况来看，信息技术对资本市场的影响主要体现在三个方面：

(1) 债务市场比重增加，而且随着可交易债务工具的增加，金融机构在债务市场的主导地位有所下降。比如，融资性的商业票据可直接进入货币市场；贷款的证券化则使银行的传统业务变成了资本市场上的债务工具。20世纪的后半叶，债务市场上私人非金融部门的债务对GDP的比大约增加了一倍。

(2) 衍生金融工具市场迅速发展，在美国最为突出。但衍生金融工具的运作也不专属资本市场的传统参与者，银行作为主要的做市商，则刺激了场外衍生金融工具市场的发展。

(3) 支付体系日益电子化，因而家庭以银行存款形式持有财富的需要减少。比如，当大量的小额支付使用支票时，活期存款自然成为商业银行一种可靠的资金来源，而当通过信用卡和借记卡的支付成倍增长后，则减少了在银行存款的需求。如此等等，就使得银行存款占家庭财富的比重从1983年的15.3%下降到1995年的7.3%。

优劣比较要求理论论证

现代金融理论常常假设金融市场是最好的金融运作的形式，金融市场发达的体系，要比主要依靠银行的体系，处于更高的发展阶段。言下之意，像美国这样的金融体系是最好的。但是，不仅历史上的绝大多数国家主要是依靠银行体系推进经济增长，而且直至今日，主要依靠银行体系的国家，它们的经济增长也还在取得不俗的表现。这似乎又提供了一个反证。

然而，认为金融体系必将向美国模式"收敛"，银行必将式微、衰落，甚至泯灭，而金融市场必将成为金融体系主体的观点，好像已成定论。

支持这样观点的根据主要是两个事实。一是上面提供的数字：有关银行融资与资本市场融资两者对比消长演变所显示的趋向；二是资本市场近20年来在所

有国家，包括银行主导型国家的迅速发展。

如果这样的趋势一直发展下去，过程的结局必然是全世界各国的金融体系都收敛于美国的模式。问题是会不会“一直”朝着这个方向收敛到底？这不仅要求对实际进程继续观察，同时还要有理论论证。如果做出了规范的逻辑论证，论证市场的确优于机构，那么收敛于美国模式的判断至少可以确认是一个理论假说。

的确有这样的推导：当市场处于“完善”状态，即对资源配置充分有效时，金融中介就没有任何存在的价值。但是要使这样的判断成立，必须假定市场上的所有交易者都有能力自己构造投资组合。显然，在实际生活中是不可能出现这样的假设条件的。同时，伴随着金融市场交易的扩大，实际生活显现的趋向并非个人直接参与市场交易的行为日益增多，而却是个人的直接参与市场交易行为日益向借助于金融中介参与市场交易的行为转变。

不同角度的理论分析

对于金融市场与金融中介机构发展前景，也即金融体系格局的发展前景，分别从不同角度的理论分析颇多。

——从风险分担与管理方面的优劣比较：

很久以来人们就认识到，金融市场的主要功能之一就是提供风险分担的机会。市场允许个人根据自己的风险承受能力调整资产组合的风险大小，可以对冲各种特定风险，进行风险互换。美国金融体系一个显著的特点，就是可以为一般投资者提供大量不同的金融产品，因而提供了大量分散风险的机会。而在德国，股票交易的种类和数量很少，没有多少可供分散风险的机会；在这里存在的是大量无法对冲风险的银行存款。

但是也有分析：金融中介可以提供金融市场所无法提供的风险分担功能。流动性弱的长期投资收益高，流动性强的短期投资收益低。但是投资者可能担心短期流动性不足，而不愿意接受较高的长期投资收益。金融中介的优势在于可以将大量具有不确定的短期流动性需求的投资者集中起来，根据大数法则来提供流动性，同时在这样的前提下进行长期投资，并使分散的存款人分享长期投资带来的高收益。金融市场却没有这样的能力。

——从信息处理方面的优劣比较：

美国有大量的上市公司，要求广泛公开信息，同时还有众多的分析师密切关注企业与市场的动态，分析、处理这些信息。企业可以根据这些信息决定是否进入某个产业，这有助于企业进行投资决策。这显示资本市场提供了重要的资源配置功能。相反，在德国，上市公司数量并不多，信息披露的要求也不严，因此有

关企业的公共信息较少。如果单纯从市场的角度看，这种体制显然不利于资源配置。但是，在德国这种少数大银行占支配地位的金融体制中，金融中介机构有对金融市场的替代功能。银行在与企业的长期合作关系中拥有大量相关企业的信息，它们可以直接对相关企业提出建议，也可以间接用于决定是否发放贷款给予支持。

如果从利率、股市行情等金融信息的角度看，金融市场在形成信息这方面的优势则是金融机构完全不能代替的。

——从监管方面的优劣比较：

有一种银行的代理监管理论，认为企业的股东需要监督管理者，但是股东数量很多，单个股东承担监管的成本就极不合算。如果股东雇人来监管管理者，雇来的这个人本身又需要被监管。这类难题，金融中介可以解决。假设一家银行对很多企业提供资金，由于企业数量大而且分散，根据大数法则，银行可以减少风险，为存款者提供固定的收益——存款者无须监管银行。至于银行监管企业，由于单个企业是由单个银行进行监管，监管成本也可实现最小化。

对这样论点的质疑是：像德国这样的银行主导的金融体制，人们对企业经营规范有较大的共识，这对于监管传统产业也许够用。但当新的产业不断出现时，则一时难以形成一种关于企业经营管理的共同意见。美国式的市场主导金融体系之下，人们缺少共识。股票市场刺激很多人来研究、关注企业的管理行为；投资者研究得出的信息大多是私人性的，他们各自据此买卖股票，获取利益。对处于动态变化中的产业来说，这却是更适应的形式。

——从公司治理方面的优劣比较：

现代经济的最重要特点是资金供应者与资金需求者是分离的，由此引起利益冲突或委托—代理问题。所以，不管是哪一种类型的金融体系，资金的提供者都必须有一种机制能够监督，乃至在必要时干预资金的使用。因为金融交易伴随着代理成本问题。

一个活跃的能够实施企业控制的市场，对于确保资本主义经济的有效运行至关重要。市场机制一方面能够使得资源集中在有能力的管理团队中得到有效利用，另一方面也能够惩戒经营不善的管理者，防止资源浪费。但是，在这种机制下，投资者投票的简单随意性和随时可能出现的敌意收购，不利于管理者进行长期决策。银行主导型体系保证资金提供者对融资企业具有一定的控制权。这种权力来自于资金提供者或者是企业的大股东，或者是企业的主要贷款者。监督功能可以由单个银行来执行；公司治理不依赖资本市场和外部投资者。以银行为主的金融机构不但提供融资，而且控制公司的监事会，并凭借内部信息优势，发挥实

际的控制作用。这有利于企业和银行之间建立长期稳定的联系，减少监督成本。

上述的从不同角度的论证，几乎都存有不同的见解。而且反复驳辩，头绪越来越多。虽然不同的见解均有见地，但是要想根据这样纷繁的议论归纳出是市场重要还是机构重要的定论，纵然不是不可能，恐怕也是极难做到的。

理论分析应持的出发点

就金融体系在整个经济体系中的地位，或者说就金融与实体经济的关系来看，金融体系的基本功能始终是实现储蓄向投资的转化。处于金融体系中的金融市场和金融中介机构这两大部分的运作，也就是为了实现这样的基本任务。

储蓄向投资的转化是伴随着社会经济生活的存在而存在的客观经济过程。这样的过程，与整个社会经济生活中劳动交换等基本过程一道，推动了货币范畴、金融范畴的发展。社会经济生活越发展越复杂，储蓄向投资的转化也相应的越发展越复杂。储蓄向投资转化过程越复杂，越要求为之服务的金融体系提高效率，以保证社会经济发展越来越高的客观要求。可以说，推动金融市场发展、演进，推动金融中介机构发展、演进，推动市场与中介对比格局的发展、演进，简言之推动整个金融体系的发展、演进，基础力量就在于储蓄向投资转化的客观要求。也正是这方面不断提高的要求成为提高金融市场效率、提高金融中介效率、调整市场与中介对比格局以提高金融体系整体效率的基本动力。当然，这里说的"提高效率"，包含着以尽可能低的社会成本为代价的要求；或者说，是要求效率与代价的统一。

从这样的基点出发解决金融体系格局这一课题的理论论证，无疑要有一个相当长的路程要走。

第三节　对存款货币银行的再论证

把金融中介机构作为总体的研究

考察银行与市场的关系，实际包括两个层次：（1）金融中介机构与市场的关系；（2）存款货币银行与其他金融中介的关系。由于银行必将式微、衰落，甚至泯灭的议论盛行，也激起了对金融中介机构总体的研究。

第八章一开始就指出：金融中介，过去往往是银行的同义语，今天，这样的用法仍极普遍；但在国际组织和国外金融理论研究中，金融中介这个术语则常作

广义的运用。

广义运用的根据，在于广义所涵盖的种种金融中介机构有其共同的性质。

金融中介机构都是金融产品的生产者，金融产品的经营者。

在存款货币银行与投资银行、与证券经纪、与交易商（dealer，jobber）、与做市商等等之间，传统上是着重分析它们的区分。如果从金融功能着眼，它们则存在着一些有基本意义的共同点：

——所有金融中介都为金融产品的交易服务，可以是金融产品买卖双方的单纯的“中介”；也可以是金融产品的销售者、购买者。

这类服务，保障着金融资产的流动性。而丧失流动性，金融资产也就失去了生命力。

——所有金融中介都是信息的生产者，提供有关金融交易所必要的信息服务。这包括承担信息的评价和监控的职能，用以补充或替代其他来源的信息。

有人形容，信息成本是从无知到达无所不知的代价。交易者很少能负担得起完成整个旅程的费用。这本身就是所有金融中介存在的一个内在原因。

——所有金融中介都本着同一的保险原则，集合、分散、转移金融风险。

与银行和非银行金融机构并存的保险业，长期被认为有别于其他金融中介。近 20 年来的研究发展，得出的论断却是：所有非保险业的金融中介，其运作都是基于集合、分担、转移风险的保险原理；或者说，银行、股市、期市等，都是保险的形式。例如，当银行向存款人承诺“即时付款”时，实质是集中存款提取的独立风险并向存款人提供流动性保险。

当然，银行与一些非银行金融机构之间的差异也极明显。如下一章讨论的货币创造问题，两者之间的界限还是难以跨越的。但就大多功能来看，区分往往是相对的。而且，不少分界，并非是出于经济本身的理由，而是长期由法律的规范所造成的。

“传统银行的衰落”

近些年来盛行的银行必将式微、衰落，甚至消亡的议论，主要是在美国，以及以美国的理论为圭臬的地方。背景则是分业经营与分业监管。这既涉及银行与市场的关系，也涉及银行与其他金融机构的关系。

就银行与其他金融机构的关系来看，以长期实施分业经营的美国为例，银行比例的下降是明显的。

表 11—6 美国金融机构资产份额的历史变化（%）

（1860—1997年）

	1860年	1900年	1922年	1939年	1960年	1970年	1980年	1997年
存款金融机构	89.2	81.1	77.2	64.8	57.9	58.3	56.2	46.9
保险公司	10.7	13.8	16.7	27.2	23.8	18.9	16.1	19.3
投资公司	—	—	0.0	1.9	2.9	3.5	3.6	14.3
基金	—	0.0	0.0	2.1	9.7	13.0	17.4	11.6
金融公司	—	0.0	0.0	2.2	4.6	4.8	5.1	5.9
证券公司	0.0	3.8	5.3	1.5	1.1	1.2	1.1	1.5
总量（%）	100	100	100	100	100	100	100	100
总量(万亿)	0.001	0.016	0.075	0.129	0.596	1.328	4.025	11.38

注：存款金融机构包括商业银行和储蓄机构；统计中省略了抵押贷款公司（mortgage company）和不动产投资信托（real estate investment trusts），因此在百分比加总时略有出入。

资料来源：R. Kroszner, "The Evolution of Universal Banking and Its Regulation In 20th Century America", In A. Saunders etc. Ed. Universal Banking Financial System Design Reconsidered (Irwin, 1996), and Fed Bulletin.

造成存款金融机构资产份额下降的原因，从表可以看出：

（1）是保险公司增加了8.6个百分点。这个变化不直接涉及机构和市场相互之间的消长关系问题。

（2）是投资公司和证券公司分别增加了14.3和1.5。这是资本市场从银行领地中夺走的份额。

（3）基金从无到有，占有份额11.6。但基金实分两类：有价证券基金和货币市场基金，大体是2与1之比。

（4）基金中的货币市场基金，主要是商业票据的买主。近几十年来，经济主体面向社会直接融资变得比较容易，许多企业倾向于直接从商业票据市场借入资金，而不是向银行借款。

（5）金融公司所占的5.9份额也是涉及货币市场的。在美国，金融公司主要靠发行商业票据融资，并以此提供小型商业贷款，与银行争夺客户。

所以，从金融机构资产份额的变化可以看出，存款金融机构的份额从89.2降到46.9、剔除保险公司扩充的8.6，则是由于金融市场的发展——从"0"到占有三分之一的天下。

如果对金融市场中的资本市场和货币市场分别考察，资本市场与银行的消长约在24个点（投资公司、证券公司和有价证券基金）；货币市场与银行的消长近10个点。虽然货币市场与资本市场均属金融市场，但与银行的关系却大有不同。银行与资本市场好像是你消我长，分野较为明朗，而与货币市场，则你中有我，

我中有你，不太容易分清。就是在美国，银行里就有货币市场基金的业务。

银行存在理由的再论证

古老的银钱业就是贷者与借者的中介。现代的银行，就借贷中介这一点来说，与古老的银钱业是一脉相承的。原则的区别是在于不同的经济背景；其突出的表现则是利率水平从高利贷转到现代经济所要求的水平。如溯本求源，讨论银行从其萌芽开始的演变，自会有许多分析。不过，这里是要介绍现代西方经济理论对产生银行原因的论证——用规范的分析方法论证银行存在的根据。需要指出的是，论证银行的必要性往往与论证金融中介一般的必要性分不大清楚。

西方传统的理论认为[①]，银行存在的根据是交易成本和信息的不对称。对于这两者通常归纳表述为市场的不完全性或市场摩擦的存在。

如果结合实际生活解释其思路，那不过是：

——如果一个人要直接投资贷出自己的货币资本，那么，他要在可能的借款人中选择可靠并有发展前途的对象，要了解贷款所要投入项目的可行性和可能带来的收益、要设计贷款契约，贷出后要监控其使用，要随时评估贷款可回收的保险系数……简言之，为了贷出，要付出可观的交易成本。银行具有规模经济的优势，从而能够节约交易成本。

——交易成本大多与信息不对称相联系。要了解贷款所要投入项目的可行性和可能带来的收益，这要收集信息；要在贷出后监控其使用并随时评估贷款可回收的保险系数，这要收集信息。具有规模经济优势的银行，不仅可以节约信息收集成本，而且可以加工出来高质量的信息产品——依据信息加工出可供选择的决策判断。由此还可以相应设计有利于协调满足不同要求的金融产品。

假如交易成本和信息的不对称也即市场的不完全性或市场的摩擦不复存在，银行中介也就没有存在的理由。从 20 世纪后半叶，在发达的工业化国家，交易成本和信息的不对称明显下降。逻辑推论，银行中介的作用会越来越不重要。虽然有些现象支持这样的判断，但同时又有可以作为反证的事实。最能引发思考的是：交易成本和信息不对称的明显下降理应带来投资者直接参与市场比例的增大。然而实际却是个人直接持股比例减少，中介持股比例增加。于是不断有脱出原有框框的思考。如从风险交易和风险管理角度、从“参与成本”角度的剖析。

风险是经济行为主体普遍面对的问题。如何把风险控制在可以承受的限度之内越来越是生死攸关的急迫要求。于是银行家有了需要在风险管理方面为之服务

① 注意，这里说的“传统”理论，实际是指 20 世纪 80 年代以前的理论。

的客户群。有的风险可通过风险交易消除或回避，有的风险可通过风险交易分散或转移，有的风险可通过风险交易予以治理。银行具备在这方面提供明智而有效服务的能力，面对日益增大的需求，这就使风险交易和风险管理成为自己的中心职能。

受到重视的参与成本（participative cost）视角也并非多么深奥的道理。

在一个长期存在的“完全市场”假设中，意味着所有投资者能够无摩擦地参与市场，或者说市场处于充分参与状态。但这样的假设并不存在于生活之中。

投资者要想参与市场，要付出学习成本，用我们的习惯用语就是要“交学费”：需要投入精力，学习市场运作，了解资本收益的变化，监视市场的动态。不仅要懂得如何进行资产组合，而且要实时地调整组合，如此等等。特别是金融创新的进程越来越快，风险交易和风险管理操作要求有很高的专业性，获取和使用这些专业知识和技能都要付出参与成本。总的说来，参与成本明显有上升趋势。在这样的条件下，即使是信息充分从而有可能进行资产组合动态管理的投资者，面对过高的参与成本也有可能会使之放弃自己直接操作；至于信息不充分的投资者，更难以直接参与市场。金融中介正是通过提供信息、代理投资、创造收益相对稳定的产品、提供固定收入等服务，证明了自己存在的价值。

从货币角度看银行的存在

银行，如果不加任何限定，人们通常的理解是指商业银行、存款货币银行。银行的传统特点是吸收存款、发放贷款。现今的银行，如上面不止一次指出，传统的存贷业务所占的比例在缩小，但决非无足轻重；如的确已经无足轻重，人们会做出判断：银行将不复存在。

这里，先撇开银行的名称，从功能出发，看看存贷业务，也即典型的间接融资，在金融飞速发展的趋势中的命运。

讨论这个问题，有一个大家都不会否认的前提，即货币的存在。货币，在第一章指出，有两个不可再少的功能：

1. 对价值的度量，或者说，作为显示价值数量的单位。

这里所说的“价值”，是指从一般商品、服务直至各种金融产品的价值，而不论在价值形成方面有多大的差异。

这里所说的“单位”，在一个经济体中是排他的，是一个惟一能将各种价值加以合计、加以比较的单位。

2. 用以支付，用以记载债权债务，用以结清各种应收应付。

“度量”和“支付”，是必然联结在一起而不能单独存在的。

现在的技术，任何金融工具，如股票、债券等等，用以作为结算的手段是没有困难的——市值可以实时评估，过户可以实时完结。但不与排他的货币单位结合在一起，就不可能被社会普遍地、无争议地、无条件地接受为支付手段：用什么支付虽无技术困难，但收付双方时时处处要讨论用什么支付，那则是难以想像的。

至于脱离了支付功能的抽象“单位”也不存在。在经济生活中，从古到今，货币单位的值，包括金银铜铁充当货币时货币单位的值，都是由经济过程本身所决定的，虽然决定的客观规律不尽相同。现在货币单位的值，最基本的决定因素是支付手段的需求与供给（这将是下一篇的核心内容）。所以，脱离支付手段思考货币单位，至少在可见将来的经济生活中还是无法设想的。

在肯定对货币范畴基本认识的前提之下，进一步考察当今世界货币存在的形态。

现在，货币都是以债权债务的形态存在的——不论其存在的形态是以纸文书或其他实物材料为载体（如钞票、硬辅币），还是以账簿记载或磁盘上的电磁信号为载体（如存款）。在这种形态下，货币金额就是确定的债权债务金额；反过来说也是一样，即债权债务的金额就是确定的货币金额。

是否还有其他的载体可作为货币？所有权证，特别是在证券市场上交易的所有权证，能否作为货币的载体？由于它的市值大大脱离面值而且不断波动，难以充当货币；今后有无可能，眼下尚无迹象可资剖析。

不仅所有权证，就是债权债务凭证，如国债券，一进入证券市场，由于其市值的波动，纵然具备极高的流动性，也尚未划入货币的范围之内而直接用于支付。

如果肯定货币是以债权债务为载体，那么货币的支付不过是债权债务的转移与对冲。在这种情况下，服务于货币支付系统的任一环节均不能不成为债权债务的融资中介。这是因为：

微观经济行为主体必须在货币支付体系的某个或某些服务环节中保持用于支付的货币余额。按现有的经验，还难以设想全然摆脱以存款形式保存支付准备的可能性。这样，支付服务环节就必然集中相当数量的负债。

有了负债，不运用无以均衡。如何运用？不外两个途径：或投资，或拆放。投资，无论是投资于货币市场，还是投资于资本市场，有利于分散风险并保持较好的流动性。可是，在所有以存款作为负债形态的货币支付环节，均由投资全部覆盖其资产业务的可能性尚待论证。拆放，纵非惟一，也可能并非主要，但并不等于可以完全排斥。至少，微观经济行为主体在支付之际，难以避免有短期拆借

的需求。此外，诸如消费信用之类，能否全然摆脱债权债务的运作形式也有疑问。

这就是说，仅从货币支付系统的角度来看，间接融资作为金融的一项功能，是有其继续存在的根据的。

这时，服务于货币支付体系的各个环节——具有间接融资功能的环节——将何以名之？就历史的延续性来说，恐怕不名之为"银行"而另造新名，没有必要。如果说，银行产生之初，是较为单纯的间接融资机构，只要随着经济的发展，单纯间接融资的业务比例自然不会始终覆盖全面。只要就全社会来看，间接融资不会降到可有可无的地步，这时的银行，虽然其活动性质已非简单的借贷中介，依然称之为银行也是自然而然的事。应该说，叫不叫"银行"并不是本质问题，核心是间接融资的功能废不掉。从而，执行这种功能的金融机构——绝不是说这个机构只能从事这一种功能——也就不能不依然存在。

假如的确可以令人信服地论证：由于客观条件的发展，例如网络技术的发展，任何私人均可发行货币并组织货币支付，那么，资本市场完全取代银行的命题，或者说银行衰亡的命题，无疑就可成立。

Diamond-Dybvig 模型

20 世纪 80 年代初以来，公认的一个讨论银行问题最具基础意义的模型，是由两位美国教授提出的 Diamond-Dybvig 模型，可简称 DD 模型。在 1983 年提出这一模型的文章中，作者做了这样的概括：

"我们的模型有三个重要的观点。第一，银行开办活期存款可以通过在那些需要在不同的时间消费的人们之间进行较好的风险分担来改进竞争性的市场；第二，提供这种改进的活期存款合同有一个大家不希望的均衡（银行挤兑），处于这种均衡状态时，所有的存款人都很惊慌并且马上提款，包括那些……本来是愿意把钱继续存在银行里的人。第三，银行挤兑引起实际经济的问题，因为即使是'健康的'银行也会失败，这造成贷款被收回，生产投资被终止。"①

该模型设定的条件是：（1）一种同质的物品——goods；（2）三个时期——$t=0, 1, 2$；（3）一个经济行为人（他们用的是 agents 这个词）集合，在这个经济行为人的集合中，每个人根据个人掌握的信息并最优化其预期效用：其中，类型 1 的人关心在 $t=1$ 时的消费；而类型 2 的人更关心在 $t=2$ 时的消费。此外还

① "Bank Runs, Deposit, Insurance, and Liquidity", *The Journal of Political Economics*, Volume 91, Issue 3.

有其他一些约束条件。从这样的基本分析框架出发，论证了银行可以通过活期存款业务，提供流动性的保险：即当投资者在到期日前提取存款时，银行保证提供一个按最优风险分担所要求的合理的回报率。当类型 1 的人在 $t=1$ 提款，类型 2 的人如预期那样在 $t=2$ 提款时，可以实现最优风险分担的“好”的均衡；如果所有的人都恐怕存款损失并试图在 $t=1$ 时取出存款，这就会出现挤兑的均衡。为了制止或阻止银行挤兑，传统的工具有暂停存款变现和政府存款保险。暂停存款变现和政府存款保险，也在这个模型所提供的分析框架里得到论证。

关于 Diamond-Dybvig 模型的精确设定、数理推导和全面内容，以及模型提出之后的发展，可以在较深的银行理论书籍中找到。[①] 所以在这里提及这一模型，只是提醒，对于银行存在的理由，还有最为标准的规范模型可以用来论证。

第四节　中介与市场相互渗透发展的趋势

银行业务的证券化发展

在资本市场，特别是美国资本市场迅猛发展的背景下，产生了这样的认识：人们的经济联系均可在证券化的形式中得到表现。虽然，判定证券化在经济生活中无所不在，未免夸张。但是应该说，证券化对经济生活所覆盖的范围日益扩大，既是事实，也是必然性的发展走向。

就金融领域来说，银行业务，特别是资产业务的证券化有了迅速的发展。如抵押贷款中抵押品的证券化，如消费信贷的证券化，如应收账款的证券化，甚至不良资产也可进行证券化的操作。这样，银行的运作与资本市场的运作就交叉在一起。通过资本市场，银行解决了贷款资金长期占用与保持流动性的矛盾；资本市场也相应地扩充了自己的领域。

银行在资本市场中扩充经营范围

就西欧大陆全能性银行来说，本来是一直从事有关资本市场的经营活动。但在典型的分业经营的美国，银行的经营实际也占资本市场业务总量的相当份额。比如在美国，利率和外汇衍生工具的市场上，银行，特别是大银行，为了获得衍生金融交易的高额利润，已成为场外金融衍生交易的主要交易商。它们所持有的

① 如[美]哈维尔·弗雷克斯、让·夏尔·罗歇：《微观银行学》，刘锡良等译，成都，西南财经大学出版社，2000。

这类合约占这类合约总额的绝大比重。

银行从事衍生品的交易要冒极大的风险。它们所以冒风险，首先是由于传统利息性收入明显下降的压力。应该说，在市场经济中的经济行为主体，是不会株守传统的领域而不为自己开拓新的盈利途径的。这不仅是美国银行的问题。世界各国的银行也均系如此。但在美国，由于银行有存款保险，并能从美联储的贴现窗口直接借款，也给许多银行进入高风险行业创造了条件。

但更应看到，银行所以能在衍生工具领域呼风唤雨，根基还是那传统的存贷业务。只要这样的传统业务在一个银行中还不是无足轻重的，不论发展多少花样翻新的业务，这个银行也还只能冠之以老的称呼——“银行”。

服务于资本市场的中介机构向传统银行业务领域的扩张

银行向金融市场渗透，金融市场的中介机构也不断侵入银行的传统势力范围。表 11—7 可以清楚地看出这样的轨迹。

表 11—7　　美国金融服务业提供的产品（1999 年比 1950 年）

机　构	支付服务		储蓄产品		信托产品		贷款				承销				保险与风险类产品	
							商业		消费		股票		债券			
	50	99	50	99	50	99	50	99	50	99	50	99	50	99	50	99
存款机构	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y		*		*		Y
保险公司		Y	Y	Y		Y	#	Y		Y		*		*	Y	Y
金融公司		Y		Y		Y	#	Y	Y	Y		*		*		Y
证券公司		Y	Y	Y	Y	Y		Y		Y	Y	Y	Y	Y		Y
养老基金			Y	Y		Y		Y								Y
共同基金		Y	Y	Y		Y										

注：(1) 每项业务下的左栏表示 1950 年，右栏表示 1999 年；

(2) Y 表示可以提供；# 表示可以有限涉及；* 表示可以通过附属机构提供。

资料来源：Saunders，2000，*Financial Institutions Management*，The McGraw-Hill Companies，p.3.

上述的情况，从不同角度说明市场与机构、机构与机构相互渗透和界限日益模糊的趋势是明显的。恐怕这一趋势，较之银行衰落的趋势，更能代表金融发展趋势的主流。

再释直接融资与间接融资

第二章第四节已对这对概念作了说明：即根据资金从资金盈余方流动到资金短缺方的方式的不同加以区分：资金供给者（融资人）和需求者（筹资人）直接借

助于金融工具实现的融资活动称直接融资；间接融资是指资金供给者与资金的需求者分别与类似银行的金融中介机构建立债权债务关系实现的融资活动。

对于这两者的界定，最常见的表述是：两者的区分是以资金从融资人转移到筹资人手中的过程中是否需要通过一个金融中介机构作为界限。本章的开始部分即提到这个说法。就最初使用这对概念时的背景来说，界定中的"中介机构"指的基本是银行类的机构。直到今天，用"中介"指银行的用法仍然相当普遍。所以用直接融资和间接融资这对概念来讨论20世纪中叶开始的资本市场融资方式迅速扩大和传统银行融资方式受到严重挑战的消长变化是很方便的。然而，当中介的形式越来越繁多并对中介机构越来越作广义的理解之后，就使得如何界定这对概念出现不少纷乱之处。

当中介并不仅指银行而且也指投资银行、证券公司、投资基金之类的金融中介机构时，假如仅以是否通过中介来区分，由于类似股票、债券这类交易，罕有不通过金融中介的服务来进行的，那么间接融资的概念即将覆盖绝大部分融资活动。显然，这样的判断没有什么意义。于是就有种种对如何界定加以修正的说法：

比如，强调直接融资与间接融资的区分应该以融资过程中是否改变金融工具作为决定性标志。根据这样的划界思路，公司股票和各种债券的交易，无论经过多少道中介之手，均应划人直接融资范围；而基金，虽然持有的是股票、债券之类，但建仓所需资金却靠的是出售自己的基金单位。金融工具改变了，则应划人间接融资。用这样的标准使用这对概念，资本市场被分为两块，而基金与银行却并为一方。如果说，过去用这对概念是要探讨传统银行融资与资本市场融资的消长变化，那么现在，用这对概念将要说明什么问题呢？

再如，强调"最终"：最终的融出资金者和最终的资金筹集者。问题是"最终"的诠释如何认定。在我们这里，也有用是否属于"买断"的性质来划界的。如存贷不是买断，而股票投资则属于买断，等等。思路好像不难说清，但具体化则同样不容易。

是否可以这样认识，面对越来越多、越来越复杂的金融创新，面对机构与市场日益相互渗透成长，这样的概念划分越来越变得难以做到严谨、明朗。勉强用以讨论问题，往往会把过多的精力牵扯到概念的修修补补方面。

在我国，用直接融资和间接融资这对概念展开对融资方式选择的讨论，是始于20世纪80年代末。讨论中，对这对概念的使用是相当"经典"的：间接融资用以指当时几乎是惟一的融资形式——通过存款与贷款的传统融资方式；而直接融资则主要用以当时几乎全然不存在的规范的股票发行融资方式。

建立资本市场，发展直接融资的主张，其出发点实质并不限于融资方式本身，

而是主张用股份公司的形式改造国有经济。开始的几年，主张直接融资的，主要是力争其合法存在。而在直接融资的发展还处于极其微弱的情况下，一再强调间接融资为主，则反映了对资本市场的恐惧心态。到90年代的后几年，则已迈过应不应该允许直接融资方式存在的讨论阶段；人们更多关注的是股份公司制度和资本市场如何进入市场经济所要求的规范发展轨道。至于近年来金融体系的建设是否应以直接融资方式为主，是否应以资本市场为主导的讨论，则主要限于学术圈，或许可以说，基本是对本节所讨论的国外有关金融机构与金融市场关系论题的反映。

MM 定理

MM 定理是美国经济学家莫迪利安尼和米勒（Modigliani and Miller）在1958年6月《美国经济评论》第48卷发表的论文《资本成本、企业理财和投资理论》中提出的一个著名定理，其核心内容是：在具备完美资本市场的经济中，企业价值与企业的资本结构无关。

莫迪利安尼和米勒为了证明 MM 定理作了以下假设：

1. 均等收益分类假设。即所有公司都可以按照收益和风险分类，在同一类别中的股票处于同一风险等级，它们的收益成比例变化（或完全相关）。因此，通过一定的调整，同一类别中不同股票的实际收益与预期收益的比率的概率分布相同，从而同一类别中不同股票实际上具有完全替代性。

2. 确定性假设。即虽然每个投资者对同一股票未来收益的概率分布有不同的观点，但他们对股票未来收益的预期是一致的；无论债券发行者是谁，债券的单位时间收益是确定的固定常数。

3. 完美市场假设。即在均衡的债券或者股票市场上，两种具备完全替代性的金融商品按同一价格成交。如果价格不同，就存在套利机会。

4. 个人财务杠杆假设。即个人投资者可以按照企业的债务比率进行借贷。在均衡状态，个人投资者资产组合的债务资本比率等价于企业的债务资本比率。

莫迪利安尼和米勒依赖于这些严格的假设条件，根据无交易成本的“套利过程”证明了在理想的均衡状态中财务结构不相关的假说。由于 MM 定理的前提条件是非常严格的，这使其很难通过实证检验。

虽然 MM 定理本身属于公司理财的理论，但它对于宏观经济的研究也具有重要意义。假设 MM 定理成立，意味着经济中的所有金融工具——不论是股票，是银行贷款，是债券，还是其他，都具有完全的替代性，都可以被视为一类金融资产，只需要一个利率就可以把它们串连起来。在这种情况下，间接融资与直接融资的讨论成为多余的，银行部门也就没有必要单独予以考虑。

就是在发达的市场经济国家，多少接近这样理论抽象的现实条件并不存在。中国不存在发达的金融市场，股权和债权的流动性很低，股票、银行贷款和债券之间的替代性也极低。更缺乏简单应用该模型论证企业资金来源与资金营运效益的前提假设。

[复习思考题]

1. 有关现代金融体系两种格局的分析甚多，对主要观点试加以归纳。

2. 两种金融体系格局，是否是对立的？是否是一个好，符合金融发展的规律；一个不那么好，不怎么符合金融发展规律？是否是一个效率高，可以有力地推动经济发展；一个效率不那么高，推动经济发展的力量较弱？……归纳种种优劣比较的论点，你认为对这个问题应该怎样分析为好？

3. 试搜集一些数据，用来分析我国金融体系中市场与机构的对比格局及其发展变化。也可翻翻 20 世纪 90 年代中期的文献，看一看当时我国流行的有关金融体系格局的是怎样的观点；到今天有了怎样的变化？

4. 影响金融体系格局发展变化的主要因素有哪些？制约和影响我国金融体系格局发展变化的原因有哪些？

5. 你是否同意在不久的将来“银行会消亡”的观点？

6. 对于银行存在理由的论证有一个很长的发展过程。试理一理有关这方面理论观点的发展脉络。

7. 金融机构与金融市场之间必然是此消彼长的关系吗？它们各自在哪些方面具有不可替代性或绝对优势？

8. 试从投资者与筹资者两个不同的角度分析通过金融机构与通过金融市场投资、融资的优劣。

9. 结合前面章节学过的关于金融分业经营与混业经营的内容，试剖析现代银行与资本市场中介机构是如何相互渗透的？我国各类金融机构的业务，在哪些方面存在着交叉和融合的情况？

10. 在第二章就已经提出直接融资与间接融资这组分析框架。在中介与市场相互渗透日益加强的背景下，运用这组框架是否遇到了困扰？

11. 金融功能分析框架对于金融的功能是怎样归纳的？

12. 从宏观分析角度，或者说从社会经济运行整体的角度，应该怎样概括金融的功能？这需要结合以下各篇的学习来分析归纳。

 普通高等教育“十五”国家级规划教材·金融学

第三篇

现代货币的创造机制

第十二章

现代货币的创造机制

第一节　现代的货币都是信用货币

现代经济生活中的货币都是信用货币

现代经济生活中的货币都是信用货币。

信用货币之替代金属货币，这一过程的萌芽早就存在于古老的信用工具之中；这一过程的不可逆转决定于商品经济覆盖整个经济生活，也即资本主义生产方式的勃兴和发展；这一过程的最终完成则是在经历了几百年之后的20世纪。

在现代货币制度发展的总进程中，中间出现了计划经济的货币制度。计划经济的实验开始于20世纪初。虽然是在信用货币体系取得完成形态之前，但却已经是这一货币体系不可逆转地占据当代生活的接近完成形态之际。所以，不论强调计划经济与市场经济体制有本质的区分，而就采用信用货币流通这个角度看，计划经济也摆脱不了这一必然进程的约束。

现代信用货币，其最早的典型形态是银行券。当前世界各国，包括我国在内，流通着的钞票都是银行券。

关于银行券，在第一章第三节和第十章第二节已经讲述。这里只强调一点，由于银行券的发行权集中在中央银行，所以银行券的持有者则意味着握有对中央银行的债权。不论在法律形式上如何规定，人们总是把中央银行与国家联系在一起的，在中国特别是这样。所以，人们认定，持有钞票就是持有对国家的债权，或者更通俗地说，在人们心目中要求国家对钞票负责。

与银行券同时流通的有作为辅币的金属硬币。硬币已不是过去意义的金属货币。它并不是以自己所含金属的价值流通；铸造硬币所用的金属，与印制钞票的纸同样，不过是债权债务凭证的制作材料。现在世界各国，硬币与钞票的发行通常都统一于中央银行。

伴随着银行券的流通，不以现钞形态存在的货币也出现了。在 19 世纪和更早的年代，人们曾广泛讨论商业票据和支票由于背书流通所发挥的货币功能。见仁见智，看法颇不统一。到 19 世纪末和 20 世纪初，人们则已明确认识到：银行活期存款，其本身就应视为货币。至于商业票据和支票，由于背书流通的现象逐渐减少，已不再讨论它们是否是货币的问题。

银行活期存款，其根本特征是随时可据以签发支票用以购买和支付，同时也有权从中提取钞票。这在第一章第三节也已讲过。

活期存款的名称多种多样，如美国叫 demand deposit，英国金融统计口径中用 sight deposit，retail deposit，等等。我国在出现新式银行以后多年，习惯称之为支票存款。实际上，由于管理习惯，活期存款有种种名称。如我国机关单位在银行中的经费存款账户就是一种活期存款账户，只是多年来一直习惯沿用这样的称呼。此外，更具有重要意义的是在世界发达国家，由于金融创新，有些存款不叫活期存款但实际有活期存款的功能。如美国的 NOW（可开出相当于支票的“转让支付命令”的账户）就是一例。这类账户上的金额，就其实际功能来说，无疑应同活期存款一样视为货币。

定期存款和居民在银行的储蓄存款，大多不能据以签发支票。直至进入 20 世纪，人们并没有统一的见解把它们明确地视为货币。但是，只要对微观行为主体的货币需求进行研究并把视野扩及货币的价值贮存职能，很容易认识到，如果不把它们视为货币的存在形态，微观主体的货币持有量就是不完整的。而且宏观调控的实践，也会使人认识到，如果不把它们视为货币供给而只考察钞票和活期存款，那就很难把这两部分货币供给的相互转化置于视野之内，从而对货币供给的分析必然是不全面的。

现实生活中，定期存款与活期存款，储蓄存款与活期存款，它们之间的界限也不断被打破。如储蓄，最初多是小额定期，后来不仅发展了活期储蓄，而且有了可以签发支票的储蓄。如大额存单是定期的，但在货币市场上很容易变现，已不完全是本来意义的定期存款。至于美国的ATS，更是一种可以自动地从定期存款账户向活期存款账户转移款项的制度。要是不把定期存款和储蓄与活期存款、与钞票视为同质的货币，则很难说清这些转化形态之所以可能形成的根据。

所有上述以银行信用为基础的货币，除钞票和硬币外，国际货币基金组织概称之为"存款货币"。

今天的货币形态，与历史上几千年只是简单的几种形态统治流通的情况不同，不仅极其多样，很难一一列举，而且变化迅速。当人们正在对现有的形态分析其是否是货币的时候，新的形态又涌现出来。但无论形态如何多样，变化如何迅速，任何形态的货币，无一例外地都是信用货币。

信用货币与债权债务网

形形色色的信用货币之所以成为流通中货币的统治形态，是与信用这种经济联系全面覆盖经济生活紧密相关的。对于信用联系全面覆盖的经济，有"信用经济"的提法。

观察现代的经济生活，能够明显地看出，各种经济行为主体之间都是由债权债务关系联结在一起的：

个人相互之间的借贷，工商企业相互之间的借贷，个人与工商企业相互之间的借贷，政府与个人、工商企业相互之间的借贷，这些都是很古老的借贷关系。

银行等金融业发展起来之后，它们与个人、工商企业、政府相互之间的借贷，以及它们相互之间的借贷，成为整个社会借贷关系的中枢。

那么，买与卖这种等价交换的关系中是否有债权债务问题呢？如果是赊销赊购，那当然有。如果是现款结清，在金属货币流通时，这里发生的是商品、服务与金属货币的换位，不存在债权债务行为。而在现时，不论是用钞票还是用支票等凭证来完成支付，那么发生的则是商品、服务同债权的换位，即通过债权从买者向卖者的转移来实现商品的销售和服务的提供。

各种支付义务的实现过程也类似。比如纳税，在金属货币流通时，用金属货币纳税，货币从个人、从工商企业转入国库，其间无债权债务关系介入；而在现时，用钞票、支票等凭证纳税，则是个人和工商企业对银行的债权转为国家对银行的债权。

如此等等说明，在过去并不存在债权债务关系的领域，也同样可以通过债权债

务的联系使人们之间的经济交往顺畅实现。也正是由于原来并不发生债权债务关系的领域全都转化为通过债权债务关系实现人与人的经济交往,这就使得整个经济中的任何经济交往都同时伴随着债权债务的消长和转移。换一个角度也可以说,所有经济行为主体,在现代经济生活中,都是在债权债务的网络中进行运作的。

债权债务文书是货币的载体

债权债务，在商品货币经济中，均体现为一定的货币金额。实物借贷，从而以实物数量表示的债权债务，就是在当今最发达的市场经济国度里也是存在的，但构不成债权债务链条，不在我们讨论的范围之内。

债权债务，有的是口头协议，但绝大部分是以一定的文书形式来体现。债权债务文书，有的是根据一时一事签署的，形式各异；但绝大部分则逐渐具备由法律规范的确定形式，如票据法规范的商业票据，如银行法规范的银行券和各种存款、贷款，如国债法、公司法规范的各种公债、公司债等。由法律规范的债权债务文书，有些记载着长期的或不易转移的债权债务关系，另一些则记载短期的、无期的、易于转移的债权债务关系。

一时、一事、形式各异的债权债务文书不可能被社会普遍认可，从而难以成为债权债务转移的一般工具。所以它们成不了货币。虽有法律规范的确定形式，但不那么易于借以实现债权债务的转移，如长期国债券，也与货币保持一定的距离。至于很容易当做债权债务转移工具的规范文书，特别是银行信用文书，自然而然地就成为代替贵金属流通的最为理想的货币形态。

货币的金属载体之最后否定

在社会经济发展的历史中，与其他各种实物形态的货币比较，金属货币的流通是一个极其重大的进步。但随着商品货币关系的不断发展，金属货币的流通也成为社会的沉重负担。为了解决货币流通的需要，要开采金矿、银矿、铜矿；要冶炼，要运送炼好的金属去铸造货币；铸好的货币仍需运送，等等。为此所占用的人力、物力无疑与日俱增，社会成本极为可观。这是一种由社会负担的纯流通费用（pure circulation cost）。它的比例越大，对经济发展的拖累越严重。

而且还有一个更为重要的问题，即面对经济的迅速发展，货币金属的供给越来越暴露出不能满足需求的矛盾。中国早在唐代中期和宋代曾两度出现“钱荒”；明清之际则有“银荒”。这些情况说明铜银的开采、冶炼赶不上经济的需要。进口曾是解决流通中货币不足的途径，但长期单方面进口货币金属也是一个经济体所难以承担的重负。西欧中世纪的经济史也记载有金银不足的问题，主要是 14

世纪和 15 世纪。后来则未见有类如中国的货币金属极度短缺的危机。这或许是与殖民地贵金属的大量流入和信用货币的迅速发展有关。不过在它们那里，曾一再提出货币制度的黄金保证基础脆弱的问题，这反映了贵金属的供给同样也无充实可言。总之，社会发展趋势说明，单靠贵金属作为货币，经济是无法发展的。例如，1990 年，按世界银行统计，全世界各国的 GDP 共为222 988.5亿美元。假设需要 1/4 的货币实现其流通，则需作为流通手段的货币为55 747.125亿美元。除去用于流通的货币，还需有用于保值的货币。假设也是需要 1/4，那么两者共需111 494.25亿美元。按每盎司黄金的价格 400 美元计[①]，共需黄金278.735 625亿盎司。世界上历代开采一直积累起来的黄金，在 1986 年，估计为30.54亿盎司。[②] 考虑到工业用黄金、首饰用黄金以及其他各种原因造成的损失，作为货币用途也不过 2/3，即20.36亿盎司。那就是说，黄金只能满足货币需求的 7.3%。而且需要指出，关于流通货币的需求加保值货币的需求只相当于 GDP 的一半，这是一个大大偏低的假设。按国际货币基金组织统计的大口径货币供给，它与 GDP 的比值在很多国家通常明显超过 50%，不少国家则接近或超过 100%。

中国近些年的“广义货币供给”对 GDP 的比，见表 12—1：

表 12—1　　中国 1991—2000 年的 GDP 与广义货币供给的比

年　份	GDP	广义货币供给	%
1991	21 662.5	19 349.9	89.3
1992	26 651.9	25 402.2	95.3
1993	34 560.5	34 879.8	100.9
1994	46 670.0	46 923.5	100.5
1995	57 494.9	60 750.5	105.7
1996	66 850.5	76 094.9	113.3
1997	73 142.7	90 995.3	124.4
1998	76 967.2	104 498.5	135.8
1999	80 579.4	119 897.9	148.8
2000	88 189.6	134 610.3	152.6

资料来源：《中国统计年鉴·2001》，49、638 页。

克服贵金属的桎梏，就历史发展看，有两条途径：一是国家凭借其政治强力

① 1 盎司黄金的价格，1980 年 1 月曾达到 850 美元；80 年代中期以来，徘徊在 400 美元左右的时间最长；1997 年底 1998 年初则出现了降到 300 美元以下的趋势；1999 年 8 月曾跌至251.70美元。

② ［意］阿尔贝托·夸德里约·库茨里奥主编：《黄金问题》，9 页，北京，中国对外经济贸易出版社，1988。

发行用纸（也曾有用布帛等材料）印制的钞票；二是在民间信用的基础上产生信用货币。

国家发行纸币，其性质也可以说是一种信用行为。但它是国家信用，在国家直接依靠钞票发行来解决财政困难的那种时代，往往是“有借无还”，从而是没有信用的信用。所以，讲信用货币，人们是不把国家纸币包括在内的。中国从南宋至元明曾大量流通国家纸币。西欧那时还无这种现象。后来有些国家先后也流通过国家纸币。由于过量发行，造成不断贬值的货币紊乱，不利于资本主义经济的发展。因此，除战时外，国家纸币在现代资本主义制度中没有取得持续的统治地位。

最终取代金属货币的是信用货币。信用性质的货币在中国通常认为产生于唐代，但流通有限；到南宋则被当政者所利用，转化为国家纸币。现代的信用货币则产生于西方。

第二节　存款货币的创造

现代银行创造货币的功能集中体现为存款货币的创造

作为信用中介和支付中介的银行，在其调剂货币资金余缺和组织客户相互结算的基础上，同时发展了发行银行券和创造存款货币的功能。如前面有关章节所指出，在发达的工业化国家，早在19世纪末20世纪初，银行券的发行权已集中于中央银行。所以，现代商业银行只是创造存款货币。也正是针对有没有创造存款货币的功能，各国政府制定有不同的监管原则；而国际货币基金组织则据以对金融机构进行统计分类：有创造存款货币功能的称之为存款货币银行。

银行存款是不是货币，在19世纪，人们的认识是混乱的。其主导面可以说是否定的判断。进入20世纪，在西方发达的市场经济国家，肯定的回答才取得基本统一的认识。在我国，上上下下普遍懂得银行存款也是货币，几乎又经历了一个世纪。至于存款货币是怎么“造”出来的，则普遍模模糊糊，搞不太清楚。

本节就是专门讨论存款货币的创造。

原始存款与派生存款

存款货币的创造与银行以支票存款为依据组织的转账结算有着直接联系。这在金属铸币流通的条件下即已存在。

在支票存款基础上组织不用铸币即能结清各种支付义务的系统导出了如下特点的经济行为：

(1) 客户把铸币存入银行之后，并不一定再把铸币全数提出；从银行取得贷款的客户通常也并不要求银行付给铸币，而是要求把贷给的款项记入自己的存款账户。当他们的存款账户上存有款项时，既可在必要时提取铸币，又可开出支票履行支付义务。

(2) 取得支票，可能到付款银行用以提取铸币；但往往也不提取铸币，而是委托自己并有存款账户的往来银行代收并把收来的款项记入存款账户。

(3) 各个银行，由于自己的客户开出支票，因而应该付出款项，同时由于自己客户交来支票委托收款，因而有应该收入的款项。应付款、应收款的金额很大，但两者的差额通常却较小。经济相互联系越密切，相互的支付义务越多，应收应付之间的差额就越小。至多是这个差额才需要以铸币结清。

(4) 各个银行对铸币的需要归结为两类：一是客户从存款中提取铸币用于发放工资、小额零星支付等必须使用铸币的用途；二是结清支票结算中应收应付的差额。在长期的经营活动中，银行认识到：铸币的需要，相对于存款额来说，只是其一部分，而且比例关系相对稳定。也就是说，只要按存款的一定百分比保持铸币库存即可应付顾客对于铸币的需要。

由于存在着这样特征的经济行为，从而出现了原始存款（primary deposit）——也多称之为初始存款——与派生存款（derivative deposit）两个范畴。可举例说明：

设A银行吸收到客户甲存入10 000元铸币，从而A银行新增铸币库存为10 000元；再设，根据经验，保存相当于存款额20%的铸币即足以应付顾客日常提取铸币需要。那么A银行即可把8 000元铸币贷出，如贷给客户乙用于向丙支付应付款项。8 000元铸币支出，A银行的资产负债状况如下：

资产		负债	
库存铸币	2 000 元	存　款	10 000 元
贷　款	8 000 元		

丙将8 000元铸币存入自己的往来银行B，按照同样的考虑，B银行留下20%的铸币即1 600元，其余6 400元铸币贷给客户丁。这时，B银行的资产负债状况如下：

资产		负债	
库存铸币	1 600 元	存　款	8 000 元
贷　款	6 400 元		

如此类推，从银行A开始至银行B、银行C……银行N，持续地存款贷款，

贷款存款，则会产生表12—2的结果。

表12—2　　单位：元

银　　行	存　　款	库存铸币	贷　　款
A	10 000	2 000	8 000
B	8 000	1 600	6 400
C	6 400	1 280	5 120
D	5 120	1 024	4 096
⋮	⋮	⋮	⋮
合　　计	50 000	10 000	40 000

从表12—2可知，在支票存款转账系统中，当银行根据经验按存款的一定比例——假设是20%——保存铸币库存时，10 000元铸币的存款，可使有关银行共发出40 000元贷款和吸收包括最初10 000元存款在内的50 000元存款。从先后顺序来说，10 000元是最初的存款，40 000元是由于有了最初的存款才产生的。因此，通常把最初的存款称为原始存款，把在此基础上扩大的存款称为派生存款。如果把有铸币对应的存款叫原始存款，把没有铸币对应的存款叫派生存款，也是10 000与40 000的比。

这样：(1)原始存款、(2)贷款总额、(3)经过派生后的存款总额(包括原始存款)、(4)必要的铸币库存对存款的比率，这四者的关系可以用如下公式表示：

$$D = R \cdot \frac{1}{r} \qquad (12\cdot1)$$

$$D = L + R \text{（以下必须遵守这个等式）} \qquad (12\cdot2)$$

式中，D为经过派生的存款总额（包括原始存款）；R为原始存款；L为贷款总额；r为铸币库存对存款的必要比率。

在原始存款的基础上出现了派生存款，其核心意义即在于存款货币的创造。就上面的例子来说，原来流通中有10 000元铸币为各种支付服务。现在，这10 000元铸币进入银行，银行则形成了50 000元存款货币为各种支付服务。即使把代替原有铸币的存款扣除，银行也为经济创造了40 000元的存款货币。

在创造存款货币中，银行也同时壮大了自己的力量。

现代金融体制下的存款货币创造

铸币流通从20世纪初已经退出经济生活。现代生活中相当于铸币的现金是中央银行垄断发行的银行券。银行对于吸收的存款要准备一部分银行券，以保持存款的客户提取现金。这与铸币流通时要保有一部分铸币以备提取铸币的意义一

样。但支票结算中银行之间的应收应付差额则已完全不需要用银行券结清。由于各个存款货币银行均在中央银行开有存款账户，所以这种差额的结算只需要通过银行在中央银行的存款账户进行：一个银行如为应付差额，则从存款账户中转出相应金额；反之，如为应收差额，则存款增加相应金额。各银行在中央银行的存款称做准备存款。至少要保留多少准备存款，通常不是由各银行根据自己的经验决定，而是由国家规定，规定银行在中央银行的准备存款对该银行所吸收的存款总额的比率。这种比率叫法定准备率。但也有的国家不规定法定准备率。不规定法定准备率，也有经验形成的准备率，不影响下面的分析。

在这种情况下，整个存款货币银行体系的存款货币创造是怎样开始的？上面说的是铸币流通条件下存款货币的创造。铸币，是存款货币银行体系之外的钱。正是铸币的存入，有了“原始存款”。在铸币退出流通之后，有哪些来自存款货币银行体系之外的钱可以形成“原始存款”？来源可以是银行券——中央银行发行的银行券——存入存款货币银行；可以是存款货币银行从中央银行借款；可以是客户收到一张中央银行的支票——比如由国库开出的拨款支票——并委托自己的往来银行收款；也可能是客户向存款货币银行出售外汇并形成存款，而银行把外汇售与中央银行并形成准备存款，等等。途径甚多，但对于存款货币的创造并无差别。

在此，我们假设A银行的客户甲收到一张中央银行的支票，金额为10 000元；客户甲委托A银行收款。从而A银行在中央银行的准备存款增加10 000元，而甲在A银行账户上的存款等额增加10 000元。

这时A银行的资产负债状况如下：

A银行的资产负债状况①

资　产		负　债	
在中央银行的准备存款	10 000 元	甲客户存款	10 000 元

A银行吸收了存款，从而有条件贷款。仍然设法定准备率为20%，则A银行针对吸收的这笔10 000元存款的法定准备金不得低于2 000元（10 000×20%）。如果A银行向请求贷款的客户乙提供贷款，其最高可贷数额不得超过8 000元（10 000－2 000）。如果对乙贷出8 000元，则A银行的资产负债状况如下：

A银行的资产负债状况②

资　产		负　债	
在中央银行的准备存款	10 000 元	甲客户存款	10 000 元
贷　款	8 000 元	乙客户存款	8 000 元

当乙向B银行的客户丙用支票支付8 000元的应付款，而丙委托B银行收款

后，A银行、B银行的资产负债状况如下：

A银行的资产负债状况③

资产		负债	
在中央银行的准备存款	2 000元	甲客户存款	10 000元
贷　款	8 000元		

B银行的资产负债状况①

资产		负债	
在中央银行的准备存款	8 000元	丙客户存款	8 000元

B银行在中央银行有了8 000元的准备存款，按照20%的法定准备率，则它的最高可贷数额不得超过8 000×（1－20%）＝6 400元。向客户丁贷出6 400元后，则B银行的资产负债状况如下：

B银行的资产负债状况②

资产		负债	
在中央银行的准备存款	8 000元	丙客户存款	8 000元
贷　款	6 400元	丁客户存款	6 400元

当B银行的客户丁向C银行的客户戊用支票支付6 400元的应付款，而客户戊委托C银行收款后，B银行、C银行的资产负债状况如下：

B银行的资产负债状况③

资产		负债	
在中央银行的准备存款	1 600元	丙客户存款	8 000元
贷　款	6 400元		

C银行的资产负债状况①

资产		负债	
在中央银行的准备存款	6 400元	戊客户存款	6 400元

C银行在中央银行有了6 400元的准备存款，按照20%的法定准备率，则它的最高可贷数额不得超过6 400×（1－20%）＝5 120元。向客户己贷出5 120元后，则C银行的资产负债状况如下：

C银行的资产负债状况②

资产		负债	
在中央银行的准备存款	6 400元	戊客户存款	6 400元
贷　款	5 120元	己客户存款	5 120元

当C银行的客户已向D银行的客户庚用支票支付6 400元的应付款，而客户庚委托D银行收款后，C银行的资产负债状况如下：

C银行的资产负债状况③

资产		负债	
在中央银行的准备存款	1 280元	戊客户存款	6 400元
贷款	5 120元		

如此类推，此后的过程与上面所举铸币条件下存款货币创造的例子是一样的。只不过是在中央银行的准备存款代替了铸币库存。存款的派生过程如表12—3所示：

表12—3 单位：元

银行	存款	准备存款	贷款
A	10 000	2 000	8 000
B	8 000	1 600	6 400
C	6 400	1 280	5 120
⋮	⋮	⋮	⋮
	50 000	10 000	40 000

存款货币银行体系的资产负债状况如表12—4所示：

表12—4 单位：元

资产		负债	
在中央银行的准备存款	10 000元	存款	50 000元
贷款	40 000元		
合计	50 000元	合计	50 000元

如以ΔD表示包括原始存款在内的经过派生的存款增加总额，以ΔR表示原始存款或准备存款的初始增加额，r_d表示法定存款准备率，则三者关系式如下：

$$\Delta D = \Delta R \cdot \frac{1}{r_d} \text{或} \Delta D \cdot r_d = \Delta R \qquad (12\cdot3)$$

如以ΔL代表以原始存款为根据而发放的贷款累计总额，则

$$\Delta L = \Delta D - \Delta R \qquad (12\cdot4)$$

在所举例子中，$\Delta D = 10\ 000 \times \frac{1}{20\%} = 50\ 000$元；$\Delta L = 50\ 000 - 10\ 000 = 40\ 000$元。

存款货币的创造并不神秘

存款货币创造的过程看似“神秘”，其实并不神秘。

一笔存款以及与之金额相对应的存款准备，可以派生出几倍于初始存款的存款总额，这是过程整体运行的结果；而就其间的每一笔存款和每一笔贷款来观察，都是有实实在在的货币金额（或如我们习惯所说的有实实在在的“资金”）为内容的经济行为，没有任何凭空“创造”的意味。

任何客户向银行存款，如用现金，则存款的增加有等额的现金收入与之对等；如用支票，则通过清算系统用支票收取的款项则使银行在中央银行的准备存款等额增加。简言之，是真正有“钱”存进来，而且是有多少钱存多少款，不能虚报。任何人都知道，客户无钱是无法存款的，想用少的钱存多的款也是幻想。同样，银行向顾客贷款，也必须用“钱”来进行：如果贷款人要求现款，银行必须把现实的钞票交给贷款人；如果贷款人用支票付款，银行则必须从中央银行的准备存款账户上划出相应的金额。如果是贷款允诺，不论是口头上的，还是见诸契约的，在“允诺”的当时，确不需要拿出现实的钱。可是一旦要求实现“允诺”，就与通常的贷款行为没有区别。

至于客户把尚未动用的贷款就存在取得贷款的那个银行，也不是凭空的货币创造。就如同上面所举的现代金融体制下存款货币创造的例子中，A银行向客户甲贷款并记入甲的存款账户，那完全不是凭空的：甲的10 000元的存款是由该银行在中央银行10 000元的准备存款所支持的。也可以设想，一家银行完全可以凭自己的信誉，用扩大贷款的办法“创造”存款。但是第一，这家银行必须已有大量的存贷业务存在。假设一开张就想凭空创造存款，实为冒险——客户提款，如何应对？当然可由资本金支持，但用资本金支持存款提取，显然不能成立。第二，当这家银行已有大量的存贷业务存在，任何新的贷款扩大以及可能带动的存款增加都会与已有的存贷业务统筹考虑：如果准备存款大于应保有的法定准备率，自可相应扩大存款创造；如因过分地扩大存款创造而使法定准备率不足，则必须立即设法——其中也包括紧缩贷款并从而降低存款之类的措施——补足。总之，分别各个银行与客户的关系上看，任一笔存款行为与任一笔贷款的行为都未“造”出货币。

然而总体上看，新的货币的的确确创造出来了。问题的关键就在于银行并不需要为其所吸收的存款保持100％的存款准备。就各个银行来说，它们并不认为自己通过这种行为创造货币。的确，它们一分货币也未创造：它们的行为只不过是把顾客暂时（不论这个暂时多么短暂）不用的钱贷出赚取利息，而同时承担只要顾客按存款契约所允许的条件支用存款就必须及时予以保证的义务。当把各个银行不认为可以创造出一分钱货币的行为连成一个系统之后，却发生了质的变化：形成了存款货币创造的机制。这正是现代银行体系的奥妙之处。

存款货币创造的两个必要的前提条件

存款货币的创造必须具备两个紧密联系的必要前提条件：其一，各个银行对于自己所吸收的存款只需保留一定比例的准备金；其二，银行清算体系的形成。

银行并不需要为其所吸收的存款保持 100% 的存款准备是前提条件之一。否则，银行吸收多少存款保留多少存款准备，那就根本没有可能从存款中拿出一部分提供贷款或持有证券，也就谈不上存款货币的创造过程。而这一前提条件也正是在银行存款发展的基础之上形成的。

随着新式银行的出现，越来越多的工商业者在银行开立存款账户并委托银行为其货币支付进行服务。其中最典型的是把收进的支票委托自己的开户行收款。最初是接受委托的银行持支票向应该对支票付款的银行收取铸币以及信誉高的银行所发行的银行券。随着这种服务的不断开展，一个银行对其他银行必然既有应收也有应付。在这种情况下，先是两个银行之间只支付应收应付的差额。这样的行为一经产生，自然而然就会推及一个银行不是分别对每个其他银行，而是对所有其他银行计算应收应付：如差额为应付，则付出差额金额；如差额为应收，则收进差额金额。通过这样的操作，可以结清各银行之间的全部应收应付款项，从而大大提高了清算的效率。第十章指出，票据交换所的建立标志着现代银行支票清算体系的形成。票据交换所中应收应付差额的支付不会再用铸币和钞票，各种银行间的同业往来账户或在清算中心开立的账户都可用来结算应收应付差额。当中央银行承担起组织全国性清算体系的责任之后，通过各银行在中央银行准备存款账户的划拨则是清算的最后一个环节。

正是由于活期存款业务的发展推动了清算体系的建立，分别就每一个银行来说，虽然扩大贷款并从而创造存款必然产生相应的应付义务，但同时又必然有应收款流入本行。这就使得银行不必准备百分之百的资金以应对所创造的存款提取的需要。

存款货币创造的乘数

银行存款货币创造机制所决定的存款总额，其最大扩张倍数称为派生倍数，也称为派生乘数（derivative multiplier）。从上面的例子推导，它是法定准备率的倒数。若以 K 表示支票存款总额变动对原始存款的倍数，则可得：

$$K=\frac{\Delta D}{\Delta R}=\frac{1}{r_d} \tag{12·5}$$

前面的例子中，存款的扩张倍数是 5 倍（1/20%）。若 r_d 降为 10%，则存款可扩张 10 倍；若 r_d 升至 25%，则存款只可扩张 4 倍。法定准备率越高，存

款扩张倍数越小；法定准备率越低，存款扩张倍数越大。由于 r_d 是一个界于 0 和 1 之间的数，$1/r_d$ 必定是一个大于 1 的数，这说明经过存款创造，原始存款得以以一个乘数（倍数）的速度扩张。

但这里的 K 值只是原始存款能够扩大的最大倍数，实际过程的扩张倍数往往达不到这个值。

存款之区分为活期、定期与存款货币的创造乘数

以上分析的条件是设定所有的存款都是活期存款、支票存款。可是存款至少可以大致分为活期存款和定期存款。考虑这一情况，存款货币的创造就要做进一步的分析。

对于活期存款和定期存款通常分别规定不同的准备率。但也有的国家，两者的准备率并无区分。这里就准备率有区分的情况分析。

仍假设 ΔD 为活期存款量的增额，r_d 为活期存款的法定准备率；再假定 ΔT 为定期存款量的增额，r_t 为定期存款的法定准备率，ΔR 为总准备存款的增额，且定期存款与活期存款之比为 t（$\Delta T/\Delta D$）。则有：

$$\Delta R = \Delta D \cdot r_d + \Delta D \cdot t \cdot r_t = \Delta D\ (r_d + t \cdot r_t)$$

$$K = \frac{\Delta D}{\Delta R} = \frac{1}{r_d + t \cdot r_t} \qquad (12\cdot 6)$$

由于银行增加放款量而使社会公众得到的全部款项都作为活期存款和定期存款持有，因此新增贷款量 $\Delta L = (\Delta D + \Delta T) - \Delta R$。

如果我们在前面的例子中加入定期存款这一因素，并令 $t = 0.5$，$r_t = 5\%$，则有：

$$\Delta D = \Delta R\ \frac{1}{r_d + t \cdot r_t} = 10\ 000 \times \frac{1}{20\% + 0.5 \times 5\%} = 44\ 444.44\ (元)$$

$$\Delta D + \Delta T = \Delta D\ (1 + t) = 44\ 444.44\ (1 + 0.5) = 66\ 666.67\ (元)$$

$$\Delta L = \Delta D\ (1 + t) - \Delta R = 66\ 666.67 - 10\ 000 = 56\ 666.67\ (元)$$

在这里，活期存款的扩张倍数缩小了，从 5 倍缩为 4.44 倍，而存款总量的倍数却增到 6.67 倍。t 越大，r_t 越小，该倍数越大。

存款货币银行体系的资产负债表的变化如表 12—5 所示：

表 12—5 单位：元

资　产		负　债	
在中央银行的准备存款	10 000	存　款	66 666.66
贷　款	56 666.67	活期存款	44 444.44

续前表

资　产		负　债	
		定期存款	22 222.22
合　计	66 666.67	合　计	66 666.67

现金与存款货币的创造乘数

以上的举例丝毫没有涉及现金——钞票与硬辅币：贷款、存款、货币支付均在银行的账页上进行，没有一分钱流出存款货币银行系统之外。然而，客户总会从银行提取或多或少的现金，从而使一部分现金流出银行系统，出现所谓的“现金漏损（loss of cashes）”——这是一个习惯采用但并不怎么贴切的词。现金漏损额与活期存款总额之比称为现金漏损率，也称提现率（withdrawal rate）。

在以上假设只有活期存款的例子中，与原始存款相对应的准备存款——存款货币银行在中央银行的准备存款，是充当追加的活期存款所需的准备（$\Delta D \cdot r_d$）；在以上假设有活期存款与定期存款之分的例子中，与原始存款相对应的准备存款，则是充当追加的活期存款与追加的定期存款这两者所需的准备（$\Delta D \cdot r_d + \Delta D \cdot t \cdot r_t$）。当引入现金之后，准备存款就要因有一部分以现金形态从存款货币银行体系的流出而减少。也就是说，把现金考虑在内，用以充当追加的活期存款与追加的定期存款这两者所需的准备，就不再是与原始存款相对应准备存款的全部，而是减除现金漏损额的余额。如用 ΔC 代表现金漏损额，用 c 代表现金漏损率，则：

$$c = \Delta C / \Delta D; \qquad \Delta C = c \cdot \Delta D \tag{12·7}$$

这样，当设定包括现金的情况下，存款货币的创造乘数为：

$$\Delta R = \Delta D \cdot r_d + \Delta D \cdot t \cdot r_t + c \cdot \Delta D = \Delta D\ (r_d + t \cdot r_t + c)$$

$$K = \frac{\Delta D}{\Delta R} = \frac{1}{r_d + t \cdot r_t + c} \tag{12·8}$$

援引前面所举的数字例子，加进 $c = 25\%$ 的假设，则有：

$$\Delta D = \Delta R \cdot \frac{1}{r_d + t \cdot r_t + c} = 10\ 000 \times \frac{1}{20\% + 0.5 \times 5\% + 25\%} = 21\ 052.63\ (\text{元})$$

$$\Delta T = \Delta D \cdot t = 21\ 052.63 \times 0.5 = 10\ 526.32\ (\text{元})$$

$$\Delta D + \Delta T = 21\ 052.63 + 10\ 526.32 = 31\ 578.95\ (\text{元})$$

$$\Delta C = \Delta D \cdot c = 21\ 052.63 \times 25\% = 5\ 263.15\ (\text{元})$$

假如没有现金漏损，新增存款总额是同以原始存款为根据而发放的贷款累计总额相等的。有了现金漏损，新增存款总额则等于贷款总额减去现金漏损额。所以：

$$\Delta L = [\Delta D(1+t) - \Delta R] + \Delta C$$
$$= 31\ 578.95 - 10\ 000 + 5\ 263.15$$
$$= 26\ 842.1\ (元)$$

由于现金的流出，无论是活期存款，还是存款总额的扩张速度都明显地减慢了。

这种情况下，银行体系的资产负债状况的变化如表 12—6 所示：

表 12—6 单位：元

资产		负债	
在中央银行的准备存款	10 000	存　款	31 578.95
现金漏损	−5 263.15	活期存款	21 052.63
贷　款	26 842.10	定期存款	10 526.32
合　计	31 578.95	合　计	31 578.95

超额准备金与存款货币的创造乘数

为安全或应付意外之需，银行实际持有的存款准备金常常高于法定准备金。银行超过法定要求保留的准备金，称超额准备金，以 E 代表。超额准备金与活期存款总额的比，称为超额准备金率，以 e 代表。设银行体系平均的超额准备率为 $e=\Delta E/\Delta D$，则银行的初始准备还有一部分是以超额准备金的形式存在，即：

$$\Delta R = \Delta D \cdot r_d + t \cdot r_t \cdot \Delta D + c \cdot \Delta D + e \cdot \Delta D$$
$$= \Delta D\ (r_d + t \cdot r_t + c + e)$$

这时的存款货币创造乘数（creation multiplier）则是：

$$K = \frac{\Delta D}{\Delta R} = \frac{1}{r_d + t \cdot r_r + c + e} \tag{12·9}$$

依然援引前例，并设 $e=5\%$，则有：

$$\Delta D = \Delta R\ \frac{1}{r_d + t \cdot r_r + c + e} = 10\ 000 \times \frac{1}{20\% + 0.5 \times 5\% + 25\% + 5\%}$$
$$= 19\ 047.62\ (元)$$

$$\Delta T = \Delta D \cdot t = 19\ 047.62 \times 0.5 = 9\ 523.81\ (元)$$

$$\Delta D + \Delta T = 19\ 047.62 + 9\ 523.81 = 28\ 571.43\ (元)$$

$$\Delta C = \Delta D \cdot c = 19\ 047.62 \times 25\% = 4\ 761.91\ (元)$$

$$\Delta E = D \cdot e = 19\ 047.62 \times 5\% = 952.38\ (元)$$

$$\Delta L = [\Delta D(1+t) - \Delta R] + \Delta C = 28\ 571.43 - 10\ 000 + 4\ 761.9$$
$$= 23\ 333.33(元)$$

在这种情况下，存款货币银行新增的支票存款、存款总额均进一步下降。

整个银行体系资产负债的变化如表 12—7 所示：

表 12—7　　　　单位：元

资　产		负　债	
在中央银行的准备存款	10 000	存　款	28 571.43
现金漏损	−4 761.90	活期存款	19 047.62
贷　款	23 333.33	定期存款	9 523.81
合　计	28 571.43	合　计	28 571.43

到这里可以看出，银行吸收一笔原始存款能够派生创造出多少存款，派生倍数大小如何，除了取决于法定存款准备率的高低以外，还要受到定期存款比率、现金漏损率和超额存款准备率等多方面的制约。

以上，我们只是就银行创造派生存款过程中的基本可测量因素对存款派生倍数影响所做的分析。如果考虑到客户对贷款的需求要受到经济发展的制约，那么并非任何时候银行总有机会将可能贷出的款项全部贷出。也就是说，银行能否多贷，不仅取决于银行行为，还要看企业是否需要贷款。在经济停滞和预期利润率下降的情况下，即使银行愿意多贷，企业也可能不要求贷款，从而可能的派生规模并不一定能够实现。

派生存款的紧缩过程

存款货币银行系统派生存款倍数创造原理在相反方向上也适用，即派生存款的紧缩也呈倍数紧缩过程。

仍以最简单的情况——没有定期存款、没有提现、没有超额准备金——为例。设整个存款货币银行体系里派生存款的紧缩过程是从体系中的 A 银行减少了 100 元准备金开始。至于准备存款是怎样减少的，那会有种种情况，不影响这里的分析。比如，A 银行的客户用自己在 A 银行的存款向国库——在中央银行开立账户的国库——履行财政支付义务。

这样其资产负债状况变动是：

A 银行的资产负债状况①

资　产		负　债	
在中央银行的准备存款	−100 元	客户的存款	−100 元

仍然假设法定准备率为 20%。活期存款减少 100 元，法定准备金至多减少 20 元。所以 A 银行的准备金出现不足——少了 80 元。为弥补这一短缺，它必须收回 80 元贷款并相应地使自己的准备存款增加 80 元。如果实现，A 银行的资产负债状况变动为：

A 银行的资产负债状况②

资产		负债	
在中央银行的准备存款	20 元	客户的存款	-100 元
贷款	80 元		

如果 A 银行收回的贷款，是通过客户由 B 银行得来的，那么 B 银行的准备金和活期存款将同时分别减少 80 元，其资产负债状况为：

B 银行的资产负债状况①

资产		负债	
在中央银行的准备存款	-80 元	客户的存款	-80 元

同样，根据 20% 的法定准备率，B 银行活期存款减少 80 元，其法定准备金最多可以减少 16 元（80×20%）。现在减少了 80 元，故法定准备金短缺 64 元。因而它也要收缩自己的贷款，以补足准备金，从而资产负债状况变为：

B 银行的资产负债状况②

资产		负债	
在中央银行的准备存款	-16 元	客户的存款	-80 元
贷款	-64 元		

显然，B 银行收回 64 元贷款的结果，也是以减少其他银行同等数额的活期存款，从而减少其准备金为条件的。从而其他银行也必须相应收缩贷款。这一过程将一直进行下去，直到银行系统的活期存款变化到如下水平：

$$(-100)+(-80)+(-64)+(-51.2)+(-40.96)+\cdots=-500(\text{元})$$

可见，派生存款的倍数缩减过程与其倍数创造、扩张过程是相对称的，其原理一样。

第三节　中央银行体制下的货币创造过程

上一节分析了存款货币银行系统创造存款货币的过程，这里再从中央银行角度考察整个经济生活中信用货币的创造机制。上一节提到现金漏损，可从这里着手分析。

关于“现金”的再说明

“现金”这个词前面已反复提到，但还有必要重复地讲一讲。

我国人民习惯性地称钞票和硬币为现金。国际货币基金组织的口径是以“通货（currency）”来统计钞票和硬币的数额。但 currency 的用法很广泛，在日常生活中，包括经济著述，常常是泛指货币。此外还有一个英文字 cash，其习惯用法之一是指我们所指的现金；而在其他场合，如 cash follow 中的 cash，则是指包括现金和活期存款等可以随时动用的现款。在西方有句俗话：“Cash is King”，这里的 cash 显然是泛指货币、泛指钱。这些都是需要注意的。

我国曾经在计划经济体制下以及改革开放后的好多年，一直把现金等同于“货币”。认为只有现金才是货币，而“存款货币”不是货币。虽然在学术领域早就指出这一看法不符合生活实际，但却得不到认可。20 世纪 90 年代初，代表多种形态信用货币集合的“货币供给”概念才得到官方的承认。可是直到今天，在我国的官方文件中所说的“货币发行”，其中的“货币”指的仍然只是钞票和硬币。

现金是怎样进入流通的

钞票以及硬币的发行，在第十章指出，是发行银行的特权。那么，中央银行是怎么把钞票和硬币投入流通之中？在前面，特别是在讲中央银行时，分别有所涉及，这里则需要把全过程讲清楚。

上一节，讲现金漏损时，指出这是由于存款货币银行的客户从自己的存款账户提取现金所致。人们都知道，既可从自己在银行的存款账户提取现金，也可以把现金存入自己在银行的存款账户。所以每一个存款货币银行，在其日常的经营活动中，都有现金的不断流入和不断流出。如果现金的提取可以由现金的存入所满足，存款货币银行则不必补充现金。如果存入的现金满足不了提取现金的要求，存款货币银行则必须补充现金。而补充的基本途径就是到中央银行从自己的准备存款账户提取。上一节讲现金漏损时提到“当引入现金之后，准备存款就要因有一部分以现金形态从存款货币银行体系的流出而减少”，指的就是这样的过程。为了保证存款货币银行可以及时地从准备存款账户提取现金，中央银行则必须印制足够的钞票、铸造足够的硬币并保存在全国各地。关于这方面，在中央银行一章讲过人民币的发行基金保管库制度。

当然，存款货币银行也会有现金存入过多从而在满足现金提取之后还有剩余的情况。在发达的市场经济中，除了小额贷款，是很少用现金贷出的。所以，收入的过多现金，银行则会及时存入自己在中央银行的准备存款账户。这就是说，就像公众与存款货币银行之间时时有现金的存取过程一样，在存款货币银行与中央银行之间，现金的频繁存取过程也同样存在。

由此可以理解，已经存在于流通过程中的现金就是过去存款货币银行从中央银行的准备存款账户上陆陆续续提取现金所形成的。

现金的增发与准备存款的必须不断得到补充

当存款货币银行总体向中央银行提取的现金多于存入的现金，是现金发行量的增长，习惯也简称现金发行；当存款货币银行总体向中央银行存入的现金多于提取的现金，是现金发行量的减少，则称现金回笼。一年四季，现金的发行与回笼是交替的。比如在我国，农产品收购季节，由于收购农产品的大量现金支出，是发行季节；在春节前，由于人们大量用现金购物，则会出现现金的回笼。但总的来看，年复一年，现金的发行都是增长的。根本原因是经济的增长。虽然不断出现可以节约现金的金融工具，如银行卡，但还未能改变这一趋势。

当现金的增发是必然趋势时，那就意味着存款货币银行从准备存款账户不断地提取现金。假定准备存款的金额给定，必然产生如下后果：准备存款随现金的提取而等金额地下降；相应地，存款货币的创造数量也必将因准备存款的减少而相应缩小。显然，这是不成立的。在正常的经济运行过程中，上面指出，要求现金增加发行的基本原因是经济增长；那么，经济增长必然也同时要求存款货币有足够的增长为不断扩大的流转服务。所以，在经济增长的条件下，准备存款必须不断地得到补充，以便使之既能保证现金的不断提取，又能保证创造出经济生活所必需的越来越多的存款货币。

准备存款的不断补充必须有中央银行的支持

准备存款的补充，上面举的例子，是来自中央银行。当然，就一个存款货币银行来说，是可以有其他途径的，如从有往来关系的银行拆借。这就有对往来行的负债与在中央银行准备存款的等额增加。但这个银行的准备存款增加了，而拆借给该银行款项的往来行的准备存款却等额减少。所以，不论存款货币银行之间的往来如何多样而频繁，整个存款货币银行系统在中央银行的准备存款总额是不增也不减的。如果要使准备存款总额增加，必须有中央银行资产业务的增加。

上面已经罗列过从中央银行方面补充准备存款的途径。概括说来，基本是三方面：（1）向中央银行再贴现和直接取得贷款；（2）向中央银行出售自己持有的债券；（3）向中央银行出售自己持有的外汇。而补充后准备存款则必然一分为二：现金漏损和减除现金漏损的准备存款。由于从中央银行方面补充准备存款是一个连续的过程。在这个连续的过程中，中央银行一方面积累了自己的资产，而另方面则形成两大负债项目：（1）不断补充、不断提取现金的准备存款余额；

（2）由一笔笔现金漏损所累积形成的流通中现金。在第十章第二节中简化了的中央银行资产负债表就是这个过程在某一时点上的表现。

中央银行是否可以无限制地为存款货币银行补充准备存款

扩大资产业务并不以负债的增加为前提是中央银行特有的权力。

在中央银行体制下，所有的存款货币银行，其资产业务的开展以负债业务的开展为前提是一般的原则。但对中央银行来说，则完全排除了这一原则的约束。中央银行在国内信用交易的范围内，没有类似存款货币银行的准备存款，也没有任何一个在它之上的机构可以保存它的存款；中央银行也不需要通货库存，通货就是它印制和铸造的。中央银行扩大了资产业务，立即或经过一些迂回途径，必然相应形成存款货币银行的准备存款；存款货币银行从准备存款提取正当营运所需要的通货，中央银行则随时给予保证。简言之，中央银行的任何资产业务均会有商业银行准备存款和通货发行之和与之对应。这就是中央银行运作的规律。

当然，中央银行的行为也并不是完全不受任何约束。就"技术层面"、就可能性来说，为存款货币银行补充存款准备，支持存款货币银行创造信用货币的能力可以是无限的。但从客观经济过程来说，约束则是强有力的。没有货币需求，存款货币银行不需要补充准备存款，有能力也无从发挥；强行支持无限制的货币创造、促成通货膨胀，则会受到客观经济过程的惩罚。这些将在下面的宏观篇中讲述。

基础货币

现在讨论在中央银行体制下信用货币的创造模型。

从以上的分析中，可以看出，准备存款与现金这两者联系紧密，不能截然分开。作为存款货币创造基础的准备存款，是既因现金的提取而会减少，又因现金的存入而会增多的准备存款；而准备存款的存在，既是现金进入流通的前提——无准备存款无法取得现金，又是现金回笼的归宿——实实在在的现金并不因回笼消失，而是转化为准备存款形态。

需要注意，有一部分现金是离开中央银行而并未离开存款货币银行，即存款货币银行的现金库存。前面提到，在银行的日常经营活动中，不断有现金的收收付付，现金库存则是保证现金收付之所必要。存款货币银行的库存现金属于中央银行的现金发行的一部分[1]，它与准备存款性质相同，共同构成银行存款的

[1] 在中国的货币供给统计中，存款货币银行的库存现金不计入 M0。

准备。

存款货币银行的存款准备，是准备存款加库存现金；“漏损”的现金，也即不仅离开中央银行并且也离开存款货币银行的现金，是中央银行的现金发行。对于创造信用货币来说，这两者缺一不可。因而统称为基础货币（base money），或称高能货币、强力货币（high-power money）。

基础货币的构成常用下式表达：

$$B = R + C \tag{12·10}$$

式中，B 为基础货币（由于基础货币也称高能货币，所以也通常以符号 H 代表）；R 为存款货币银行保有的存款准备金（准备存款与现金库存）；C 为流通于银行体系之外的现金。基础货币直接表现为中央银行的负债。在市场经济国度中，基础货币的数额均占中央银行负债总额的绝大比重。

货币乘数

基础货币，可以引出数倍于自身的可为流通服务的信用货币。这就是第十四章将要专门讨论的货币供给。把货币供给量与基础货币相比，其比值就是货币乘数（money multiplier）。用 M_S 代表货币供给，B 为基础货币，则可列出下式：

$$M_S = m \cdot B \tag{12·11}$$

式中，m 为货币乘数。

基础货币虽然是由通货、也即处于流通中的现金 C 和存款准备 R 这两者构成，但在货币乘数中的作用并不一样。通货 C 虽然是创造存款货币不可或缺的根据，但它本身的量，中央银行发行多少就是多少，不可能有倍数的增加。引起倍数增加的只是存款准备 R。因此，基础货币与货币供给量 D 的关系可用图12—1表示。

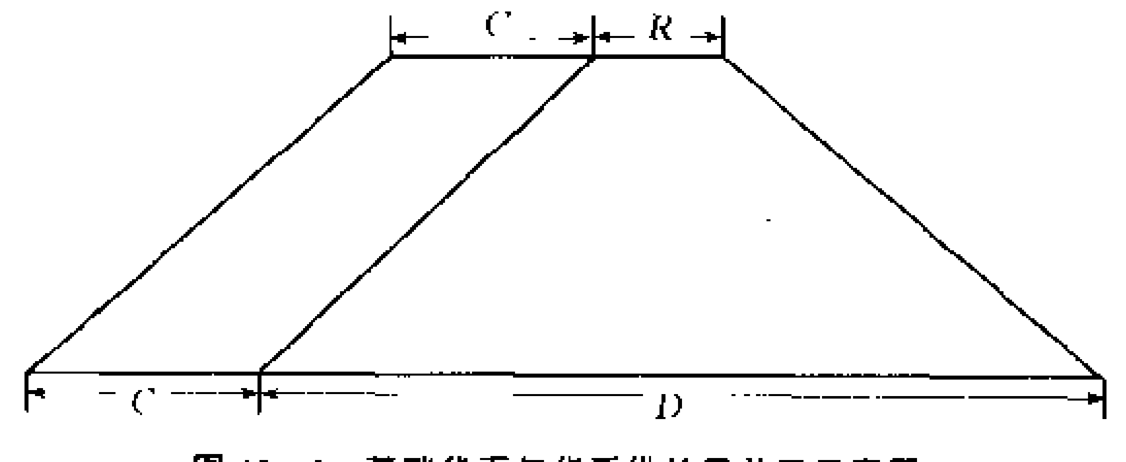


图12—1 基础货币与货币供给量关系示意图

$C+R$ 是基础货币量，$C+D$ 是货币供给，所以，

$$m=\frac{C+D}{C+R} \tag{12·12}$$

如果把这个式子中分子、分母的各项均除以 D，则成为：

$$m=\frac{\frac{C}{D}+1}{\frac{C}{D}+\frac{R}{D}} \tag{12·13}$$

如果把式（12·12）的分子、分母各项均乘以 D/CR，则成为：

$$m=\frac{\frac{D}{R}+\frac{D^2}{CR}}{\frac{D}{R}+\frac{D}{C}}=\frac{\frac{D}{R}\left(1+\frac{D}{C}\right)}{\frac{D}{R}+\frac{D}{C}} \tag{12·14}$$

显然，式（12·14）与式（12·13）是等价的。

式（12·13）中有个 C/D，式（12·14）中有个 D/C，C 与 D 的比称为通货—存款比。这个比率的大小取决于私人部门——包括个人与公司的行为。式(12·13)中有个 R/D，式（12·14）中有个 D/R，R 与 D 的比称为准备—存款比。这个比率的大小取决于存款货币银行的行为。这两个比率决定乘数的大小，再加上基础货币，即决定货币供给量。而基础货币的多少，在一定意义上说取决于中央银行的行为。

基础货币与存款货币银行的货币创造：源与流

从上一节介绍存款货币银行创造派生存款货币的过程可以看到，就单个银行而言，它的受信业务先于它的授信业务。存款货币银行创造存款货币的能力虽直接受制约于法定存款准备金率、超额存款准备率、现金漏损率等因素，但首要的是视其在受信中所能获得的原始存款的数量。而这些原始存款正是来源于中央银行创造和提供的基础货币：中央银行把通货投入流通，公众用通货向银行存款，可以增加存款货币银行的新的原始存款；中央银行的扩大信贷，最终的结果就是增加存款货币银行的准备金，这也就增加了它们的原始存款。如果流通中非银行部门及居民的现金持有量不变，只要中央银行不增加基础货币的供给量，存款货币银行的准备金便难望再有增加，从而也无从反复去扩大贷款和创造存款货币。如果中央银行缩减或收回对存款货币银行等机构的信用支持，从而减少基础货币的供给，则必然引起存款货币银行准备金持有量的减少，并必将导致银行体系对贷款乃至存款的多倍收缩。所以，基础货币及其量的增减变化直接决定着存款货币银行准备金的增减，从而决定着存款货币银行创造存款货币的能量。

概括地说，中央银行提供的基础货币与存款货币银行创造存款货币的关系，

实际上是一种源与流的关系。中央银行虽然不对一般企事业单位贷款，从而不能由此派生存款，但却掌握着存款货币银行创造存款货币的“源头”——基础货币的创造与提供；存款货币银行作为直接货币供给者，其创造存款货币的存贷活动，从而能提供的货币数量，均建立在基础货币这个基础之上。当经济中原有的基础货币已最大限度地为存款货币银行所利用并创造出多倍存款货币却仍然不能满足经济发展的需要时，惟一的出路是靠中央银行创造、补足基础货币。实际上，随着社会扩大再生产的不断发展，新的基础货币不断被中央银行创造出来，又经商业银行体系不断创造出满足经济需要的追加货币供给。

发行收入与铸币税

在涉及中央银行“创造”货币时，发行收入与铸币税（seigniorage tax）是一个受到特别关注的问题。

然而，它所讨论的范围却相当不确定。在我们这里提出的问题是：中央银行发行钞票所带来的“好处”到底是被谁占有了。关于中央银行发行钞票所带来的“好处”跑到哪里去了的问题，中国人民银行一直受到质询。钞票是中央银行发行的，而每张进入流通的钞票，按其面值来说，都是实实在在的购买力。那么，中央银行发行钞票的“收入”跑到哪里去了？如果被中央银行所占有，那是如何安排使用的？

“发行收入”这个词追溯起来，应是“铸币收入（seigniorage revenue）”或“铸币税”的延伸。在铸币流通条件下，铸币收入，或铸币税，是指铸币面值与铸币成本的差额。当铸造钱币是王室、国家的特权时，铸币税直接就是财政的收入。问题是，在钞票代替了铸币条件下的铸币税如何界定。有一个套用铸币流通条件的界定：发行收入是指钞票的面值与钞票发行成本的差额。发行成本，应不仅包括钞票的印制费用，还包括钞票的保管、运送、清点，旧币兑换及销毁，账务处理，以及管理费用等等方面所需的物资消耗和人力开支。但无论如何，钞票的成本，与要用金属铸造铸币的成本比，终归是只占票面值的极其微小的部分，以致讨论这一问题时常常是略而不计。这个看似十分明确的界定造成的印象是：钞票发行会有极其巨大的收入。显然，人们对之特别关注也就不足为奇了。

如果是政府直接发行纸币，的确，发钞就是财政收入：政府直接用这些印制的钞票拨付军政开支。作为一种特殊税，其金额显然等于纸币发行额；精确一点说等于发行额减去印钞成本。

问题是中央银行是否也是直接占有了“发行收入”？为此，可以看一看在经济正常运作时钞票是怎么发出去的：（1）是否中央银行可以把印制的钞票自己用

来盖房子、买设备、发工薪等等？在现代多少有些规范的中央银行运作中，这类行为是不存在的。从而也不存在通过这类途径占有发行收入。(2) 钞票的发行基本上是通过存款货币银行从它们在中央银行的存款准备账户提取现钞的方式实现的。而提取现钞的银行或用现钞贷款，或用以支付存款客户提取现钞的要求。循着这样的过程分析，看不出中央银行有什么发行收入。

换一个角度，钞票发行是中央银行的负债，与钞票发行所对应的资产则可说明钞票的去向。与发行钞票对应的资产基本是三项：一项是对政府的债权。在不少国家，这部分债权的增减变化对钞票发行关系甚大。另一项是对商业银行等金融机构的债权。由于金融机构主要是对经济过程给以信贷支持，因而这部分债权也可视为对经济各部门的债权。再一项则是收购外汇金银的占款。

钞票发行对应着对政府的债权，说明中央银行以负债的增长换得对政府债权的增长。与之同时，政府通过增加对中央银行的负债而取得相应金额的收入——这是按票面值的足值的收入而并非扣除发行成本后的收入。对于这样的收入，财政是可以实实在在地安排支出的。因而，这种情况与政府直接发钞，在性质上并无差别。从政府角度来说，这也是铸币税。当然，借债要还。但事实上，在大多情况下，政府的债务不仅不存在归还的问题，而且还可能扩大举债；除非政府改变财政政策，彻底转变举债的方针。对银行的负债，政府的实际负担是按照规定支付利息。

对应着对金融机构债权的钞票发行，实际意味着负债的经营单位或个人以对中央银行负债来换取钞票——按面值的金额而不是扣除发行收入的金额。对此，意味着负债的经营单位在负债期间获得追加资本，意味着负债的个人在负债期间提前消费。他们的义务是支付利息。举一个例子，如农业发展银行从中央银行以现钞形式取得资金并用以向农产品收购企业贷款；这些企业用现钞收购了农产品；农产品的销售收入如果可用以补偿收购成本并取得利润，贷款可归还，并可支付使用钞票所应付的利息。当然，经营单位，或取得消费信用的个人，在正常的情况下，是要有借有还的。但这个单位还了，还有另一个单位借；这个人还了，还有另一个人借。只要经济不断发展，包含对钞票借入在内的融资需求总会越来越大。

讨论这个问题的一开始就指出，中央银行不能用发行的钞票直接购买，但收购外汇金银则是例外。在这里的确是利用钞票发行集中了巨额的外汇财富。但这种财富既可以有收益，也可能受损失。而且，这是执行国家管理外汇基金和货币政策的任务，损益通常单独核算，不归中央银行支配。

经过这样的分析可以了然：中央银行的钞票发行构成了国家财政的债务收入

和经济行为主体的借款收入。无论是政府还是经济主体，通过借入途径所得的钞票都是按面值来说的百分之百的收入，而并非“发行收入”。至于使用这种借入的收入，是负有按约定归还本金的义务，其代价则是按期实实在在地支付利息。利息不是发行成本，也并不必然等于发行成本。

由此可以看出，由于中央银行不能直接用自己印制的钞票去购买、去支付，而只能用它去“换取”债权，所以它不能支配发行收入。由于换取到债权，从而得到收取利息的权利。只要利息收入大于发行成本，其差额即构成发钞银行收益的一个部分。既然发钞银行没有占有发行收入，也就不存在如何安排发行收入的问题。而且，说来说去，“发行收入”不过是一个分析性的概念，它在任何会计科目中均无直接反映。

对发行收入，也还有一种带有推演性的界定，就是把它界定为由发钞所取得的利息收入减除发行成本的净收益。循着这样的思路，发行收入所涵盖的面必然要扩及准备存款的创造。中央银行创造准备存款，其成本更是大大地低于印制钞票。但不管是低是高，收益仍然是利息收入减成本。如果依此类推地把“发行收入”的涵盖面推广，那就实际上与发行银行的毛收益等同起来。

提出发行收入问题，往往是包含这样一个潜台词：古来，铸币收入归国家财政，作为现代铸币收入形态的中央银行的发行收入，也理应划入国家财政。中央银行是国家的银行，其收益应归国家是题中之义，没有必要绕发行收入这个弯子。至于中央银行的收益分配，国家自可确定政策，而并不涉及“发行收入”的概念。

在西方的文献中，铸币税这一概念还进一步用来概括：在非金属货币代替金属货币的条件下，非金属货币发行给社会、给经济生活带来的好处。这样使用铸币税概念，边界不易界定。实际上也并不是非得用这个概念才能说明问题。

美元化和铸币税

当今的美元化，却是直接涉及铸币税问题。这涉及一个经济体对另一个经济体的关系：美元取代非美元国家的货币，将使该国的铸币税实实在在地跑到美国去了。

所谓美元化，在今天，指的是美元在美国以外的国家中全面替代该国的本币，并获得该国法偿货币基本功能的过程。这在第一章已经介绍。泛泛地讲“美元化”，并不是一个崭新的现象。早在 20 世纪 80 年代，在世界某些国家就出现了“货币替代”现象。“货币替代”指的是在本国出现较为严重的通货膨胀或出现一定的汇率贬值预期时，公众出于降低机会成本与取得相对较高收益的考虑，

减少持有价值相对较低且不稳定的本国货币，增加持有价值相对较高且比较稳定的外国货币的现象。货币替代的充要条件是货币的可兑换性。不过，最初出现的货币替代一般只是外国货币在一定程度上对本国货币的替代。随着通货膨胀率的持续攀升和货币汇率不稳定的加剧，一些大宗交易就可能以外国货币来履约，甚至某些大宗商品也可能以外币标价并进行交易。此时，外国货币便同时在价值贮藏、交易媒介和价值尺度功能三个层面上替代了国内货币。20世纪末期，中南美的一些国家在金融动荡后，开始或趋向于走上完全美元化之路。

前面提到，中央银行的钞票发行构成了国家财政的债务收入和经济行为主体的借款收入。如果本国的中央银行不发钞，而流通美联储的钞票，本国的财政就得不到这笔债务收入，本国的经济行为主体就得不到这笔借款收入，本国的中央银行也就得不到相应的利息收入。

本国的货币不流通了，要流通美元货币，美元从何而来？前面指出，可以实施美元化的国家，实际已有相当数量的美元在流通。但流通中终归还有本国货币，需要用美元来兑换；经济发展需要追加的钞票，本国中央银行已无权发行，也需大量补充美元。来源可以是动用本国储备，但这是有限的；可以是本国居民输出劳务和资源换回的美元；可以是国家从美国和国际金融组织贷款，等等。只要最终是美钞的形态，那都意味着美联储发行的这部分钞票给美国带来实实在在的好处；而持有美元的美元化国家的公众，虽说意味着是美国的债权人，却实实在在同时意味着自己的国民收入以同等的金额被美国所占用。如何计算相当复杂，但美国占有发钞带来的利益则是无疑的。对于这样的问题如何处理，有“分享”等方案。

第四节　对现代货币供给形成机制的总体评价

现代信用货币制度是最节约的货币制度

历史地看，现代信用货币制度是最节约的货币制度。主要体现在以下几个方面：

首先，节约了货币材料。与以往无论是牲畜、布帛等非金属货币还是金银铜等金属货币相比，现代信用货币的币材都是对自然资源的极大节约。无论哪种自然资源充当货币都是对该资源的浪费。因为充当货币的材料，其作为商品的使用价值、相当大的部分被闲置了。而现代信用货币中的钞票和硬币都是用纸或贱金属制造的，其价值大大低于其票面价值。存款货币本身只不过是银行账户上的一

个数字，更是大大节约了自然资源。而电子货币连这些纸张都省了，不用说，更是极大的节约。

其次，节约了货币流通费用。现代信用货币制度下，纸币的印制和流通费用比金属货币的铸造、运输、保管费用要低得多。况且，现代信用货币制度下，越来越多的交易采用非现金方式进行，转账结算和电子货币的成本更是大大降低了货币的流通费用。

最后，货币流通速度的加快，可以减少货币需要量。由于货币的介质更易于运输和携带，结算技术的提高，货币流通的速度大大加快，从而单位货币能够媒介的商品和服务的交易比以往要多得多。也就是说，同样数量的货币能够实现更多的商品和服务的交易。

双层次的货币创造结构

市场经济的货币供给机制，根据前两节的说明，是由两个层次构成的货币创造系统。

第一个层次在创造存款货币的存款货币银行。在这个层次上，众多的存款货币银行及其分支机构面对着众多顾客随时随地提出的形形色色的货币需求。它们如何有区别地满足和在多大程度上满足这些需求，取决于它们自己根据安全、流动、盈利的准则，衡量利弊得失所作的判断。这就是说，在这一层次上创造多少存款货币是由许许多多存款货币银行，在经济生活中无数的时点和地点上，通过自我约束机制分散地决策的。正是存款货币银行的分散决策，才有可能针对千差万别的需求，随时随地、机动灵活地供给货币；而存款货币银行的自我约束机制则使它们不能不认真地对客户所提出的需求进行评价和筛选，并从而事实上把住了货币供给是否真正符合客观需求的第一道关口。

然而，存款货币银行的自我约束机制并不是保证货币均衡的充分条件，或者更强调地说，单纯依靠这一机制来保证货币均衡是绝对不充分的。于是，要求中央银行的宏观调控层次。关于中央银行是否有能力进行宏观调控，上面已经讲解：控制基础货币量是具有决定意义的手段。至于根据怎样的原则确定调控方针，如何操作以实现方针，将在第十四章专门论述。

联结微观金融与宏观金融的关节点

在金融领域，信用货币的创造所具有特殊的意义在于：这一机制是金融的微观方面向金融的宏观方面过渡和金融的宏观方面向金融的微观方面过渡的关节点。

本章所讲述的信用货币创造，清楚地显示，都是公司、公众、政府机构为一方和存款货币银行、中央银行为另一方，环绕一笔一笔具体的货币存、取、借、贷，所进行的诸多微观经济行为的过程。但微观经济行为主体的微观金融行为却为经济生活连绵不断地提供了流通中的货币。流通中的货币构成货币供给范畴。货币供给，面对的是经济生活整体，是宏观经济总量指标。与之相对应的是货币需求。货币供给与货币需求的对比，构成宏观金融的核心。这涉及市场需求是旺盛还是不足，利息率是趋高还是趋低，对外币的汇率是趋强还是趋弱，特别是价格水平是坚挺还是疲软，是上涨还是下跌，从而，币值是可以保持稳定还是陷入难以控制的波动，等等。这是下一篇所要讨论的内容，属于金融的也是经济的宏观方面。了解了信用货币的创造机制，就会了解，正是纯属微观的金融行为具体地导出了宏观经济的结果，体现着金融的微观方面向金融的宏观方面过渡。

当货币供给与货币需求失去均衡，从而客观经济生活从金融的宏观方面提出调整要求时，其实现也不能绕过信用货币的创造机制：只能是宏观不均衡所造成的上述问题，透过利益机制影响参与金融行为的公司、公众、存款货币银行这诸多微观经济主体，分别决策，是否调整以及如何调整自己的行为；也只有在这样的基础上才能有货币供给与货币需求宏观均衡状态的改变。当然，在非常时期可有非常措施。但也不是把这一机制全然撇开。比如，冻结存款是一种极其强烈的紧缩货币措施，可是并不等于取消存款这一机制。举一个极端的例子，当货币供给不足时，不能设想中央银行可以从飞机上撒钞票！这就是说，金融的宏观方面向金融的微观方面过渡也必须通过信用货币创造机制的关节点。

所以，不了解信用货币的创造机制，很难懂得金融的微观方面向金融的宏观方面过渡和金融的宏观方面向金融的微观方面过渡是怎样实现的。

探讨金融、经济问题需要了解货币创造机制

全部金融的根基是货币。通俗地说，没有货币，金融也不存在。作为一个范畴，在当今的市场经济中，货币无疑是不可或缺的。但作为范畴的显示形态，流通中货币的形成机制则具有关键的意义。可以设想，如果货币没有自己的现实存在形态可以被人把握，理论的货币范畴也变不成现实的货币。

在经济问题的研究中，也包括对金融问题的研究，货币的存在往往是作为一个不言自明的设定前提。这是可以理解的：任何问题的研究都不可能从所有的前提研究起。然而，对货币这个前提的存在却不能停留在抽象的思考上。因为它的存在是由一个具体的机制体现的。这个机制可以保证向经济生活中提供货币——有可能提供任意数量的货币，但是能不能够保证货币的提供总是处于“理想的”

状态？比如：

——微观经济行为主体需要货币并且确实是有利于经济发展的需求时，这个机制是否能够有效率地满足需求；对于不利于经济发展的需求是否可以把住关门？

——这个机制是否可以保证货币供需总量的均衡并从而保持币值的稳定？

——在经济最缺乏流动性的非常状态之下，这个具备提供任意数量货币潜能的机制，是否可以保障顺畅的支付周转并从而缓解金融危机、经济危机的冲击？

对类似的问题都没有简单的肯定或否定的答案。有些问题，前面已有所讨论；有些将于后面涉及。显然，如果对这一机制没有较为全面的了解，就不可能理解类似问题的复杂性和症结。从而，不少金融问题的论断将具有极其相对的意义；有关对策性建议的可行性也会大打折扣。所以，特别是对于金融界人士来说，现实的货币创造机制——许许多多金融问题都与这一机制有关联——绝不可置诸视野之外。

[复习思考题]

1. 为什么说现今经济生活中的货币都是信用货币？找一找是否有不是信用货币的货币。

2. 在中央银行体制形成之前，存款货币银行可以发行自己的银行券，停止银行券发行后则保有创造存款货币的能力。不论是发钞票还是创造存款货币，银行是否自己就可以任意支用？这方面你曾存在过什么疑问，现在还有什么疑问？

3. 能否不去翻检教材、笔记，拟出一份说明整个金融体系创造货币的纲要？

4. 也可设计一个货币创造的游戏，找几位同学，分别扮成参与货币创造的各个角色，看看是否能使你更深刻地领会货币创造的机制。

5. 如果中央银行不规定法定准备金率，存款货币银行是否就可以无限制地创造货币了？

6. 有以下两种可能的行为：（1）商业银行从中央银行借入一笔款项；（2）该商业银行的客户用支票存入同等金额的款项。试比较这两种行为对基础货币数量的影响：是相同还是不同？

类似的例子还可举出一些。如某商业银行从中央银行借入一笔款项的同时，在该银行存款的一位客户从其账户上提走了同等金额的现金，那么基础货币量与该银行在中央银行的准备存款金额分别会发生怎样的变化？

再如，中央银行从商业银行与其从公众购入同等金额的债券，这两种行为对基础货币的影响是否相同？为什么？

7. 现在，在我国的周边国家，有相当数量的人民币作为交易货币。这是否是说，我国有相应数量的铸币税收入？与之同时，中国的外汇储备有以千亿计的美元；中国人分散持有的美元为数也相当可观。这是否是说，我国也实事上向美国缴纳铸币税？

8. 银行体系为什么能够为经济生活提供它所需要的任意数量的货币？这种可能性的经济根据是什么？要求什么样的政治前提条件？

9. 现代信用货币创造机制彻底突破了贵金属供给数量的限制并极大地节约了社会流通费用。这对于社会经济发展的重大意义应如何分析？

10. 由中央银行和存款货币银行构成的双层次货币创造机制，至少到目前为止，是既能从微观角度又能从宏观角度满足货币需求的机制。试论证之。

普通高等教育"十五"国家级规划教材·金融学

第四篇
宏观均衡

第十三章

货币需求

第一节 货币需求理论的发展

中国古代的货币需求思想

对货币的需求，通常简称货币需求（demand for money），是金融理论探索的重要对象。没有货币需求，就不会存在向经济过程供给货币的必要；质言之，没有货币需求，经济生活中也就不会有货币。自古以来，无论中外，都有对货币需求的思考。

中国在古代就有货币需求思想的萌芽。例如，约在两千年前的《管子》一书中，有“币若干而中用”的提法，意思是铸造多少钱币可以够用。在论述兼并时，有这样的内容：“人君铸钱立币，民庶之通施也。人有若干百千之数矣，然而人事不及、用不足者何也？利有所并藏也”。其中讲：君王给老百姓所铸的用于流通的钱币已经达到每人平均“若干百千之数”，不应该不够了。这种按每人平均铸币多少即可满足流通需要的思路，一直是中国控制铸

币数量的主要思路。直至建国前夕，在有的革命根据地议论钞票发行时，仍然有人均多少为宜的考虑。

古典经济学到马克思关于流通中货币量的理论

在马克思之前，许多古典经济学家就注意到了货币流通数量的问题，并作了多方面的理论分析。早在17世纪，英国哲学家和古典经济学家约翰·洛克（John Locke，1632—1704）就提出了商品价格决定于货币数量的学说；大卫·休谟（David Hume，1711—1776）则将这一理论明确地发挥出来，并成为18世纪货币数量论（quantity theory of money）的最重要代表人物。休谟认为：商品的价格决定于流通中的货币数量；一国流通中的货币代表着国内现有的所有商品价格；货币的价值决定于货币数量与商品量的对比；从货币量的增加到商品的腾贵存在着时滞。尔后，大卫·李嘉图（David Ricardo，1772—1823）在他们的基础上进行了更深入的研究。李嘉图认为：（1）在商品交换价值（按货币金属价值估计）已定的情况下，如果流通中的货币量是由货币本身的金属价值所决定，流通中的货币就处于正常水平；（2）如果商品交换价值总额减少，或者矿山提供的金增多，流通中货币超过这个水平，金就跌到它本身的金属价值之下，商品的价格就会提高；（3）如果商品的交换价值总额增加，或者矿山所提供的金不足以补偿被磨损了的金量，流通中货币就紧缩到它的正常水平之下，金就升到它本身的金属价值之上，商品的价格就降低；（4）商品的价格上涨或下跌后，流通中的货币量又将与流通中的需要相适应。此外，法国重农学派的创始人和古典政治经济学的奠基人魁奈（Francois Quesnay，1694—1774）在其名著《经济表》中明确指出了商品流通决定货币流通的观点，并考察了货币流通在社会再生产过程中的作用。

马克思关于流通中货币量的分析在理论上和表述上达到了当时完美的境界。

马克思在提出问题时，有时是问流通中“有”多少货币，有时是问流通中“需要”多少货币，有时是问流通“可吸收”多少货币。对于马克思的这诸多提问，我们通常是用“货币必要量（volume of money needed)”的概念来表述。为了分析方便，马克思是以完全的金币流通为假设条件。以这个假设条件为背景，他的论证是：（1）商品价格取决于商品的价值和黄金的价值，而价值取决于生产过程，所以商品是带着价格进入流通的；（2）商品价格有多大，就需要有多少金来实现它，比如值5克金的商品就需要5克金来购买；（3）商品与货币交换后，商品退出流通，金却留在流通之中可以使另外的商品得以出售，从而一定数量的金，流通几次，就可使相应倍数价格的商品出售。因此，有：

$$\text{执行流通手段职能的货币量} = \frac{\text{商品价格总额}}{\text{同名货币的流通次数}} \qquad (13 \cdot 1)$$

公式表明：货币量取决于价格的水平、进入流通的商品数量和货币的流通速度（velocity of money）这三个因素。这三个因素按不同的方向和不同的比例变化，流通手段量则可能有多种多样的组合：

（1）在商品价格不变时，由于流通商品量增加或货币流通速度下降，或者这两种情况同时发生，流通货币量就会增加，在相反情况发生时则减少。

（2）在商品价格普遍提高时，如果流通商品量的减少同商品价格的上涨保持相同的比例，或流通的商品量不变而货币流通速度的加快同商品价格的上涨一样迅速，流通货币量不变。如果商品量的减少或货币流通速度的加快比价格的上涨更迅速，流通中货币量还会减少。

（3）在商品价格普遍下降时，如果商品量的增加同商品价格的跌落保持相同的比例，或货币流通速度的降低同价格的跌落保持相同比例，流通手段量就会依然不变。如果商品量的增加或货币流通速度的降低比商品价格的跌落更迅速，流通手段量就会增加。

马克思在分析这个问题时还有一个极其重要的假设，即在该经济中存在着一个数量足够大的黄金贮藏：流通中需要较多的黄金，金从贮藏中流出；流通中有一些黄金不需要了，多余的金退出流通，转化为贮藏。也正是由于假设存在有这样一个调节器，所以流通需要多少货币，就有多少货币存在于流通之中。但在实际经济生活中，并不一定必然存在这样的假设条件。[①]

马克思进而分析了纸币流通条件下货币量与价格之间的关系。他指出，纸币是由金属货币衍生来的。纸币所以能流通，是由于国家的强力支持。同时，纸币本身没有价值，只有流通，才能作为金币的代表。因此，纸币一旦进入流通，就不可能再退出流通。如果说，流通中可以吸收的金量是客观决定的，那么流通中无论有多少纸币也只能代表客观所要求的金量。假设流通中需要 10 万克黄金，如投入面额为 1 克的 10 万张纸币，那么 1 张纸币可以代表 1 克黄金。如投入 20 万张，则每张只能代表 0.5 克黄金。从而价格为 1 克金的商品，用纸币表示，就要两张面额为 1 克的纸币，即物价上涨 1 倍。也就是说，纸币流通规律与金币流通规律不同：在金币流通条件下，流通所需要的货币数量是由商品价格总额决定的；

---

① 马克思也注意到一个经济体对货币贮藏的需求。在《资本论》二卷有这样的论断："资本主义生产方式……只有在国内现有的货币量足以适应流通和由流通决定的货币贮藏……的需要的地方，才能够得到较大规模的、比较深入和充分的发展。"（《马克思恩格斯全集》第 24 卷，381～382 页，北京，人民出版社，1972）

而在纸币为惟一流通手段的条件下，商品价格水平会随纸币数量的增减而涨跌。

马克思还曾分析银行券的流通规律，认为，这类信用货币的流通规律也服从于他根据金币流通所分析出来的规律。

费雪方程式与剑桥方程式

20世纪初，美国耶鲁大学教授欧文·费雪提出了交易方程式（equation of exchange），也被称为费雪方程式。这一方程式在货币需求理论研究的发展进程中是一个重要的阶梯。

费雪认为，假设以 M 为一定时期内流通货币的平均数量；V 为货币流通速度；P 为各类商品价格的加权平均数；T 为各类商品的交易数量，则有：

$$MV = PT \text{ 或 } P = MV/T \tag{13·2}$$

这个方程式是一个恒等式，其中 P 的值取决于 M、V、T 这三个变量的相互作用。不过费雪分析，在这三个经济变量中，M 是一个由模型之外的因素所决定的外生变量；V 由于制度性因素在短期内不变，因而可视为常数；交易量 T 对产出水平常常保持固定的比例，也是大体稳定的。因此，只有 P 和 M 的关系最重要。所以，P 的值特别是取决于 M 数量的变化。

费雪虽然关注的是 M 对 P 的影响，但是反过来，从这一方程式中也能导出一定价格水平之下的名义货币需求量。也就是说，由于 $MV = PT$，则：

$$M = \frac{PT}{V} = \frac{1}{V}PT \tag{13·3}$$

这说明，仅从货币的交易媒介功能考察，全社会一定时期一定价格水平下的总交易量与所需要的名义货币量具有一定的比例关系。这个比例是 $1/V$，即货币流通速度的倒数。

费雪方程式没有考虑微观主体动机对货币需求的影响。许多经济学家认为这是一个缺陷。以马歇尔和庇古为代表的剑桥学派，在研究货币需求问题时，重视微观主体的行为。他们认为，处于经济体系中的个人对货币的需求，实质是选择以怎样的方式保持自己资产的问题。决定人们持有货币多少的，有个人的财富水平、利率变动以及持有货币可能拥有的便利等诸多因素。但是，在其他条件不变的情况下，对每个人来说，名义货币需求与名义收入水平之间总是保持着一个较为稳定的比例关系。对整个经济体系来说，也是如此。因此有：

$$M_d = kPY \tag{13·4}$$

式中，Y 为总收入；P 为价格水平；k 为以货币形态保有的财富占名义总收入的比例；M_d 为名义货币需求。这就是有名的剑桥方程式（equation of Cam-

bridge)。

比较费雪方程式与剑桥方程式，前者为 $M=\frac{1}{V}PT$，后者为 $M_d=kPY$。假若把费雪方程式中的 T 等同于剑桥方程式中的 Y，即用交易商品量等同于收入量，再把 V 视做既代表交易货币的流通次数，又代表与收入水平对应的流通速度，即 $1/V=k$，就容易产生这样的看法：费雪方程式与剑桥方程式是两个意义大体相同的模型。实际上，两个方程式存在显著的差异。主要有以下几点：

1. 对货币需求分析的侧重点不同。费雪方程式强调的是货币的交易手段功能，而剑桥方程式则重视货币作为一种资产的功能。

2. 费雪方程式把货币需求与支出流量联系在一起，重视货币支出的数量和速度，而剑桥方程式则是从用货币形式保有资产存量的角度考虑货币需求，重视这个存量占收入的比例。所以对费雪方程式也有人称之为现金交易说（cash transaction approach），而剑桥方程式则称现金余额说（cash balance theory）。

3. 两个方程式所强调的货币需求决定因素有所不同。费雪方程式是从宏观角度用货币数量的变动来解释价格；反过来，在交易商品量给定和价格水平给定时，也能在既定的货币流通速度下得出一定的货币需求结论。而剑桥方程式则是从微观角度进行分析的产物。他们的思路是，出于种种经济考虑，人们对于保有货币有一个满足程度的问题。但保有货币要付出代价，比如不能带来收益的特点就是对保有货币数量的制约。这就是说，微观主体要在比较中决定货币需求。显然，剑桥方程式中的货币需求决定因素多于费雪方程式，特别是利率的作用已成为不容忽视的因素之一。

不过，用 Y 代替 T，即用一个较大口径的收入量代替交易商品量，以及把 V 视做既代表交易货币的流通次数，又代表与收入水平对应的流通速度，就宏观角度来说，并不是不能成立的。这样，第一章的 $PQ\equiv MV$，就通过本章的 $MV=PT$，演化为 $MV=PY$。

凯恩斯的货币需求分析

J.M.凯恩斯在早期是剑桥学派的一员。1936 年他的《就业、利息和货币通论》出版，标志着独树一帜学说的形成。这里所介绍的货币需求分析，指的就是他完成自己学说时的货币需求分析。

凯恩斯对货币需求理论的突出贡献是关于货币需求动机（motive of the demand for money）的分析。他认为，人们的货币需求行为是由三种动机决定的，即交易动机（transaction motive）、预防动机（precautionary motive）和投机动机

(speculative motive)。

凯恩斯同意这样的看法：交易媒介是货币的一个十分重要的功能，并且，用于交易媒介的货币需求量与收入水平存在着稳定的关系。他又指出，人们所保有的依赖于收入水平的货币需求不仅出于交易动机，而且还出于预防动机。所谓的预防动机是指为了应付可能遇到的意外支出等而持有货币的动机。

投机动机分析是凯恩斯货币需求理论中最有特色的部分。他认为，人们保有货币除去为了交易需要和应付意外支出外，还是为了储存价值或财富。

凯恩斯把用于储存财富的资产分为两类：货币与债券。货币是不能产生利息收入的资产；债券是能产生利息收入的资产。人们持有货币，货币在持有期间不能给其持有者带来收益，即收益为零。人们持有债券，则有两种可能：如果利率趋于上升，债券价格就要下跌；利率趋于下降，债券价格就要上升。在后一种情况发生时，当然持有者有收益；而在前一种情况发生时，假若债券价格下跌幅度很大，使人们在债券价格方面的损失超出了他们从债券获得的利息收入，则收益为负。如果持有债券的收益为负，持有非生利资产就优于持有生利资产，人们就会增大对货币的需求；在相反情况出现时，人们的货币需求自然会减少，而对债券的持有量则会增加。这里，关键在于微观主体对现存利率水平的估价。假若人们确信现行利率水平高于正常值，这就意味着他们预期利率水平将会下降，从而债券价格将会上升。在这种情况下，人们必然倾向于持有债券。如有相反的预期，则会倾向于持有货币。因此，投机性货币需求同利率存在着负相关关系。

由交易动机和预防动机决定的货币需求取决于收入水平；基于投机动机的货币需求则取决于利率水平。因此凯恩斯的货币需求函数如下式：

$$M = M_1 + M_2 = L_1(Y) + L_2(r) \tag{13·5}$$

式中，M_1 为由交易动机和预防动机决定的货币需求，是收入 Y 的函数；M_2 为投机性货币需求，是利率 r 的函数。

式中的 L_1、L_2 是作为“流动性偏好”函数的代号。凯恩斯的“流动性偏好(liquidity preference)”概念是指人们对货币的需求行为。理由是，货币最具有流动性，有货币在手，则机动灵活；放弃货币也就是放弃机动灵活。由这个判断出发，他还提出了著名的“流动性陷阱（liquidity trap)”假说：当一定时期的利率水平降低到不能再低时，人们就会产生利率上升从而债券价格下跌的预期，货币需求弹性就会变得无限大，即无论增加多少货币，都会被人们储存起来。

后凯恩斯学派对货币需求理论的发展

凯恩斯的后继者们认为，凯恩斯的货币需求理论还存在着缺陷，需要修正、

补充和发展。从 20 世纪 50 年代开始，他们从两方面取得进展：一是关于交易性货币需求和预防性货币需求同样也是利率函数的问题；二是关于人们多样化的资产选择对投机性货币需求的影响问题。

上面介绍，在凯恩斯的货币需求函数中，交易性货币需求取决于收入水平。凯恩斯学派的一些经济学家从微观主体的持币行为入手分析，论证出利率对交易性货币需求也有作用。如果微观主体把他们预定用于交易的货币收入，直至花光之前始终以货币形态握在手中，那么这种货币需求自然只决定于收入。但在货币的旁边有生利资产，如债券。他们可以用一部分预定用于交易的货币购买债券以取得收入，当手中货币用完时可再把债券卖出，换成货币。问题是买卖债券要付出代价，如佣金，乃至时间的消耗等。为了简化分析，他们假设每次卖出债券的费用相等并以之作为持有债券的成本，卖出次数越多成本越高，那么微观主体无疑就要比较把货币换成债券可能带来的收入与持有债券的成本。显然，用于交易的货币中，换成债券的比例越大，收入越多，但为此就要有较多的次数买卖债券，即成本也越大。因此就会形成一个使收益最大化的均衡点。根据这样的思路，他们提出了一个“平方根法则（square-root rule)”。其表达形式如下：

$$M = kY^{\frac{1}{2}} r^{-\frac{1}{2}} \qquad (13 \cdot 6)$$

这个式子表示：交易性货币需求是收入 Y 的函数，随着用于交易的收入数量的增加，货币需求量随之增加。Y 的指数，说明其增加的幅度会较小，即交易性货币需求有规模节约的特点。这个式子同时又表明，货币需求是利率 r 的函数；而 r 的指数 $-1/2$ 说明，交易性货币需求与利率的变动呈反方向变化，其变动幅度较利率变动幅度为小。

凯恩斯学派一些经济学家关于利率对预防性货币需求影响的分析也是沿着类似的思路。在既定收入水平条件下，某些支出的不确定性使人们不能不持有一定量的预防性的货币。任何一个微观主体，如果他持有的预防性货币较少，当他没有货币来满足不确定的支出时，就要出售其持有的债券。而出售债券要有佣金等支出。如果他持有的预防性货币较多，那就会节省佣金等支出。但是，节省佣金等支出要付出一定的代价，因为多存货币就要少持有债券，从而要遭受收不到债券利息的损失。这种利息损失也可称为每增加 1 美元预防性货币需求的边际成本。为了求得应付不确定性的最小成本，微观主体不能不考虑买卖债券的费用支出和利息的收益，因而利率也就必然进入决定预防性货币需求的函数之中。依据这样的思路，有如下模型：

$$M = \left(\frac{2S^2 z}{r}\right)^{\frac{1}{3}} \qquad (13 \cdot 7)$$

式中，M 为消费者持有的预防性货币余额；c 为出现流动性不足的损失；S^2 为未来某一时间内的净支出 Y 的随机分布的方差。这一模型说明，收入对预防性货币需求 M 的影响是通过净支出的方差 S^2 间接表现出来的，它与 S^2 以及流动性不足的损失 c 成正比。而 r 的指数 $-1/3$ 说明，预防性货币需求与利率的变动呈反方向变化，其变动幅度较利率变动幅度为小。

对凯恩斯投机性货币需求理论的发展产生了多样化资产组合选择理论。

凯恩斯在论证其投机性货币需求时设定：投资者通过对利率的预期，会在货币和债券之间选择能带来最大收益的资产。后来的人认为，这样的设定与现实世界不符。仍然假设社会财富只有货币和债券两种形式，现实生活中，微观主体的选择并非或货币、或债券，两者只取其一；大多数情况下是既持有货币，又持有债券，变动的只是两者的比例。

在现实生活中，人们事实上并非只考虑收益，而且还要考虑风险；收益高低和风险大小也有好多层次。从持有债券的角度考虑，在存在许多不确定因素的情况下，既要考虑持有债券能够获得利息收入，同时也必然考虑将要冒多大的债券跌价的风险。也就是说，持有债券的比重增加，预期财富也会增加；但同时也意味着风险增大，遭受损失的可能性相应加大。至于保存货币，虽然无收益，但风险却较小，而且等于保有流动性。所以利弊得失是多方面的。微观行为主体事实上不得不全面权衡，并找出持有货币和债券的最佳比例关系。这属于多样化资产组合问题，关于这个问题，在第七章已有讲述。

替代效应与收入效应

就如同利率对储蓄有替代效应与收入效应那样，利率对货币需求也有替代效应与收入效应。

如果当前的利率水平提高，则预期利率水平将下降并从而债券价格将提高，这就会鼓励财富保有者冒较大的风险——少持有货币，多持有债券。这是利率提高产生的“替代效应”。如果当前的利率水平低，则替代效应就会朝向相反的方向——多持有货币，少持有债券。但是，利率的变动还会产生另一种效应，即“收入效应”。由于利率提高意味着财富保有者收入的增加，收入效应会使他们持有较多的货币；反之，如果利率下降，财富保有者收入减少，收入效应则会使他们持有较少的货币。这样，收入效应使货币需求与利率朝相同的方向变化，而替代效应则使货币需求与利率朝相反的方向变化。在一般情况下，替代效应要大于收入效应，因此，货币需求总是同市场利率呈反方向变化。

凯恩斯的后继者对凯恩斯货币需求理论的发展，总的说来，是增大了利率在

货币需求函数中的分量。同时也引进一些其他因素，力求使货币需求的模型比较接近现实生活。

弗里德曼的货币需求函数

货币主义（monetarism）是一个与凯恩斯主义、凯恩斯学派直接对立的西方经济学流派。它形成了自己一套独具特色的理论观点和政策主张。在其理论体系中，M. 弗里德曼设计的货币需求函数具有代表性。

作为现代货币主义的代表人物，弗里德曼基本上承袭了传统货币数量论的观点，即非常看重货币数量与物价水平之间的因果联系。同时，他也接受了剑桥学派和凯恩斯以微观主体行为作为分析起点和把货币看做是受到利率影响的一种资产的观点。对于货币需求的决定问题，他曾用过不只一个函数式，下面是一个具有代表性的公式：

$$\frac{M_d}{P}=f\left(y,\ w;\ r_m,\ r_b,\ r_e,\ \frac{1}{P}\cdot\frac{\mathrm{d}P}{\mathrm{d}t};\ u\right) \tag{13-8}$$

式中，M_d/P 为实际货币需求；y 为实际恒久性收入；w 为非人力财富占个人总财富的比率或得自财产的收入在总收入中所占的比率；r_m 为货币预期收益率；r_b 为固定收益的债券利率；r_e 为非固定收益的证券利率；$\frac{1}{P}\cdot\frac{\mathrm{d}P}{\mathrm{d}t}$ 为预期物价变动率；u 为反映主观偏好、风尚及客观技术与制度等因素的综合变数。

恒久性收入（permanent income）是弗里德曼分析货币需求中所提出的概念，可以理解为预期未来收入的折现值，或预期的长期平均收入。货币需求与它正相关。

弗里德曼把财富分为人力财富和非人力财富两类。他认为，对大多数财富持有者来说，他的主要资产是个人的能力。但人力财富很不容易转化为货币，如失业时人力财富就无法取得收入。所以，在总财富中人力财富所占的比例越大，出于谨慎动机的货币需求也就越大；而非人力财富所占的比例越大，则货币需求相对越小。这样，非人力财富占个人总财富的比率与货币需求为负相关关系。

r_m、r_b、r_e 和 $\frac{1}{P}\cdot\frac{\mathrm{d}P}{\mathrm{d}t}$ 在其货币需求分析中被统称做机会成本变量（opportunity cost variable），亦即能从这几个变量的相互关系中衡量出持有货币的潜在收益或损失。这里需要解释一点：在介绍凯恩斯的货币需求函数时，货币是作为不生利资产看待的，如钞票，持有它没有回报；而弗里德曼考察的货币扩及 $M2$ 等大口径的货币诸形态，在大口径的货币诸形态中，有相当部分，如定期存款，确是有收益的。

物价变动率同时也就是保存实物的名义报酬率。物价向上的变动率越高，其他条件不变，货币需求量越小。把物价变动纳入货币需求函数，是通货膨胀的现实反映 在其他条件不变时，货币以外其他资产如债券、证券收益率越高，货币需求量也越小。

u 是一个代表多种因素的综合变数，因此可能从不同的方向上对货币需求产生影响。

弗里德曼认为，货币需求解释变量中的四种资产——货币、债券、股票和非人力财富的总和即是人们持有的财富总额，其数值大致可以用恒久性收入 y 作为代表性指标。因此，强调恒久性收入对货币需求的重要作用是弗里德曼货币需求理论的一个特点。在弗里德曼看来，在货币需求分析中，究竟哪个决定因素更重要些，这要用实证研究方法来解决；恒久性收入对货币需求的重要作用就可以用实证方法得到证明。

对于货币需求，他最具有概括性的论断是：由于恒久性收入的波动幅度比现期收入小得多，且货币流通速度（恒久性收入除以货币存量）也相对稳定，因而，货币需求也是比较稳定的。

货币需求理论的发展脉络

以上是对货币需求理论发展的极其简略的描述，从中可以看出如下的脉络：

1. 货币需求理论中所考察的货币，马克思及其前人重视的是贵金属。不过到了马克思从事研究这一问题的时候，他也用了相当的篇幅分析纸币的规律。费雪的方程式建立的时候，金币本身在视野中已不再占有重要的地位，而存款通货则已经受到重视。至于凯恩斯所指的收益为零的货币，明确地就是指现钞和支票存款；而货币主义所说的货币，其边界已是 $M2$ 或较之更大的口径。简言之，对货币需求考察所面对的具体货币形态，是从金到摆脱金；从纸币到一切可称之为货币的金融资产。

2. 宏观总量作为这一问题考察的出发点是费雪及其前人一贯的思路。在这样的思路下，个人对货币需求的动机虽然也有所分析，甚至分析得很精辟，如对贮存金银、铸币和金银饰物的分析等等，但却并未由此建立微观行为主体的货币需求模型。开始于剑桥学派的思路则是一个大转折，那就是把微观行为主体的持币动机作为考察货币需求这个宏观经济范畴的出发点。换了一个角度，就产生了质的变化——扩大了对货币需求观察的范围。

3. 仅从宏观角度考察这一问题，那么纳入视野的就只是商品实现的需求和各种支付的需求，从而需要的只是作为购买手段和支付手段的货币。而考察角度

转向微观经济行为主体，则显然不只有交易的需求、支付的需求，还有保存自己财富的需求。这样，所需求的就不只是起流通职能的货币，还有起保存价值职能的货币。

4. 于是货币需求函数，如果可以这样粗略地加以表述的话，就从 $f(Y)$ 发展为 $f(Y, r)$，并不断纳入更多的自变量。

这样的演变过程说明，任何精辟的货币需求理论均受其时代条件的局限，只能构成这一理论发展中的一个环节。客观经济生活不断发展，这一理论也在不断发展，并无止境。当然，古典货币需求理论的合理内核，仍然是发展了的需求理论的有机构成内容，但也只有从发展的观点把握它，才可用以指导当前的实践。同样，用发展了的论断来否定前人在发展过程中的理论成果，也不可能真正把握发展了的理论的真正精神。

从全球角度考虑货币需求

在开放经济条件下，一国发生通货膨胀或通货紧缩，往往会通过各种途径传递给其他国家，甚至出现世界性的通货膨胀或通货紧缩。针对这样的情况，有学者提出应该从全球角度考虑货币需求；从而也要从全球角度控制货币供应量，即控制“世界货币供应量”。

对这一问题考虑的进展取决于世界经济一体化的程度，各国对风险控制的能力，以及国际协调努力的程度等诸方面。当考虑到世界问题时，显然，就不仅是一个单纯的经济问题了。

信息技术的发展与货币需求

电子货币的发展及其已经和即将对金融体系产生的影响，受到越来越多的关注。电子货币对货币需求的影响至少体现在以下几方面：

1. 货币需求的结构将发生变化。由于电子货币的出现和广泛使用，以前经常使用现金进行支付的交易将越来越多地采用电子货币支付，现金需求的增长应相对减缓。

2. 货币需求的不稳定性增强。随着电子货币的出现和广泛使用，将出现越来越多的既具有交易功能又具有投资功能的新型账户。而投资性货币需求受利率、汇率等市场因素的影响较多，因此造成整个货币需求量的不稳定。

3. 货币流通速度将发生变化。由于电子货币便捷的支付功能，货币媒介商品和服务交易的速度将大大加快，从而某些口径的货币的流通速度将显著改变。

第二节 中国对货币需求理论的研究

对马克思货币必要量公式的理解

20世纪50年代以来，中国经济学家对货币需求问题进行了持续的研究。上节指出，我们习惯使用的是“货币必要量”概念；讨论的中心内容是如何理解和应用马克思的货币必要量公式。

20世纪60年代中期之前，关于马克思货币必要量公式的理论研究主要集中在以下几个方面：

1. 货币必要量所说的“货币”，其外延有多大，是只包括现金，还是既包括现金又包括银行结算存款。占统治地位的观点是，货币必要量就是指现金需要量。理论的探讨则有突破这种统治观点的趋向。关于这一问题第二章已有说明。

2. 关于必要量公式右端的分子，是只用“商品价格总额”，或更精确地说，“待实现的商品价格总额”，就已经足够充分，还是应该再列入各种支付。就理论研究来说，作为理论模型，应反映最本质的联系。“待实现的商品价格总额”即足以说明对货币的需求。而就实际工作来说，当时是具体计划现金投放的需要和计划现金回笼的规模。计划现金投放，这包括收购农副产品的需要，发放工资的需要，各单位小额开支的需要等；计划现金回笼，这包括销售消费品和农业生产资料回笼的现金规模、居民各种付费回笼的现金规模等。哪方面的因素都不能置之视野之外。因而，分歧的实质意义不大。

3. 当企业相当普遍地感到资金短缺时，是否是货币供给没有满足客观对货币的需求。这是一个很古老的争论题目，并非产生于新中国建国之后。在改革开放的今天也仍然存在着不同的见解。后面关于如何看待微观行为主体的货币需求和如何把微观货币需求与宏观货币需求统一起来的研究，可能有助于澄清这个问题。

4. 贮藏钞票的需求是否也构成货币必要量的内容。纸币与金不同，没有自发调节流通中货币数量的功能，因而把纸币的贮藏直接引入马克思的货币必要量公式是不成立的。但如果看到在现今的经济生活中纸币是一种可供选择的金融资产，那么，持有纸币行为是否是对货币的需求，则不难回答。

但是，在对于马克思货币必要量公式的研究中，许多人进行的还是带有政策选择和操作意义的应用性研究。“1:8”公式的诞生就是最明显的例证。

“1:8”公式的产生及其意义

所谓“1:8”，它的具体含义是，每8元零售商品供应需要1元人民币实现其流通。其公式是：

$$\frac{\text{社会商品零售总额}}{\text{流通中货币量（现金）}} \quad (13\cdot9)$$

如果按这个公式计算的值为8，则货币发行量适度，商品流通正常。

这个“1:8”公式，是20世纪60年代初由银行工作者根据对多年商品流通与货币流通之间的关系进行实证分析得出的结论。在银行工作实践中，“1:8”用于衡量货币流通正常还是不正常，货币发行是多还是少，是一个既简明又实用的尺度。直到20世纪80年代初期之前，这个著名的“1:8”已成了马克思货币必要量原理在中国的具体化。特别是对一般人来说，它像是具有绝对真理意义的数值。的确，很多现象都可以用它来解释：如第一个五年计划期间货币流通比较正常，这个比值在这几年间均稍高于8；60年代初市场极度紧张，这个比值一度降到5以下；1963年以后，经济迅速恢复，这个比值回复到8是有力证明；十年动乱期间市场供应一直紧张，使那些年的这个比值都明显低于8；粉碎“四人帮”后经济迅速好转，这个比值很快逼近8，等等。

但是在市场供求状况大为好转的1982年、1983年，这个比值竟降到1:6之下，尔后还继续下降。1:8不再能作为一个衡量的尺度。问题发生在什么地方？

首先应该肯定，“1:8”公式提出的虽是单一比例关系，即现金流通量与零售商品总额间的比例关系，但却反映着商品供给金额与货币需求之间的本质联系。事实上，任何货币需求理论，或直接地、或间接地都肯定这种联系。因此对这种联系进行实证分析，并求得经验数据，在方法论上是成立的。问题在于，1:8这个数值本身其所以能够成为一个不变的标准尺度，是有条件的。那就是经济体制，与之相应的运行机制，乃至一些体现和反映经济体制及其运行机制的性质和要求的重要规章法令，都必须相当稳定。在这种情况下，生产、分配等各种重要比例关系的格局稳定，整个经济货币化的水平稳定，计划价格体制保证价格水平稳定，现金管理制度保证现金使用范围稳定，如此等等才决定社会商品零售总额与流通中现金存量应该并且可以有一个稳定的对应比例。改革开放之前的20多年间，中国恰恰具备这样的条件。

人们很快认识到，“1:8”的失灵归根结底是改革使其得以成立的经济条件发生了巨大变化。这些条件主要有：(1) 农村改革加速了经济商品化的过程，扩大了货币的使用范围；(2) 农村实行家庭联产承包责任制，城乡允许个体经营，企事业单位财务管理权限下放等，使货币保有主体的数量急剧膨胀；(3) 全面的计

划价格管理和单一的牌价市场日益松动和物价水平的不断调高；（4）城乡居民的货币收入水平提高很快，他们的预期心理、消费和持币行为等，已成了影响货币流通状况的不容忽视的因素；（5）现金不再仅仅是媒介消费资料流通的工具，而且还在相当大程度上成了媒介生产资料流通的手段，等等。诸多经济条件的改变，总的来说，从两方面对货币流通发生影响：一是货币流量，特别是现金流量增大；二是货币流通速度减缓。于是，在经济改革与经济成长过程中，用货币存量与零售商品总额流量简单对比并求出一个固定比值的方法不再能满足剖析货币流量状况和经济发展状况的需要。

一个有争议但却广为流传的公式

为了取代业已过时的“1:8”，人们企望寻找一个简明而又易于度量的公式。其中影响较大的是：

$$\dot{M}=\dot{Y}+\dot{P} \qquad (13\cdot10)$$

即货币供给增长率 $\dot{M}$ 等于经济增长率 $\dot{Y}$ 加预期（或计划）物价上涨率 $\dot{I}$。

这个公式与“1:8”公式一样，旨在解决如何确定年度计划货币供给增长率的问题。但是，在许多方面与“1:8”公式有明显的差异：（1）虽然在提出之初，一些人将 $\dot{M}$ 定义为现金发行增长率，但在使用过程中，则逐渐将它解释为 M1 或更大口径的货币增长率，这同“1:8”公式中的“1”仅指现金已有所不同；（2）经济增长率无论用哪一指标代表，都比传统“1:8”公式中社会零售商品总额指标所包括的范围大得多；（3）预期或计划物价变动率进入模型，实际上是承认了物价上涨对名义货币需求的不容忽视的影响作用。

在这个新模型刚一提出时，不少人提出了不同看法。其中最主要的意见是不应把 $\dot{P}$ 作为货币需求量的重要决定因素之一。批评者认为，如果在计划现金发行或货币供给增长时考虑物价上涨因素，那就等于将货币政策当成了助长通货膨胀的工具。但如果考察的是名义货币需求量（下面即将讨论），事实上物价上涨的因素是无法不予理睬的。

这一公式从 20 世纪 80 年代前期提出后流行颇广，特别是在货币供给的实际操作与对货币供给是多是少的概略估价中往往引以为据。

这个公式的发展

$\dot{M}=\dot{Y}+\dot{P}$ 这个公式实际上是以货币流通速度稳定为假设前提。但改革开放

以来我国的货币流通速度变化极大，不需多么精细的实证分析就可做出判断。货币需求与货币流通速度负相关。于是有如下

$$\dot{M} = \dot{Y} + \dot{P} - \dot{V} \tag{13·11}$$

如果看一看在本章第一节讲过的从 $PQ \equiv MV$ 演化过来的 $MV = PY$ 这个宏观恒等式，对 $MV = PY$ 两边同时取对数微分，就有：$\dot{M} + \dot{V} = \dot{Y} + \dot{P}$。$\dot{V}$移项，即是目前实际使用的是这个公式。

第三节　货币需求的面面观

主观的需求与客观的需求

我们多年来的观念，货币需求是一个不包含任何主观因素的纯客观的经济范畴。当我们只从宏观角度进行货币需求的研究时，货币需求函数中的变量都是客观性质的变量。在这种情况下，把货币需求视为纯客观的范畴是很自然的事。可是当我们开始考察微观货币需求模型时，由于把左右微观经济行为主体的心理因素引入，这就提出了货币需求范畴的主客观性质的问题。

分别就每个具体的微观主体来看，主观的意愿和判断起决定性作用，因人而异，极不相同。但微观模型的建立就是要揭明具有一般规律性的制约关系，即人们对有关变量变动的反应存在着怎样的规律性。只要承认人们的心理变化受客观社会条件所制约并有共同的规律，那就应该承认微观货币需求仍然是客观的范畴。但在分析、认识、把握这一范畴时不能撇开主观心理因素于不顾。

循着这样的思路再来看宏观货币需求。如果不能不承认宏观货币需求是微观货币需求的集合，那么在微观货币需求形成中起作用的人的心理因素，也不能排除在宏观货币需求分析的视野之外。从整个社会来看，人们的心理状态及其变化规律，在我们这里是概括为社会心理问题，把它全然看做是一个主观因素而排除在货币需求分析之外是不妥的。

此外，在宏观货币分析中还有一个值得重视的因素，那就是决策当局的意志和行为。当然，决策当局不可能任意决定经济发展进程，但在客观允许的限度内，国民经济发展速度是快一点还是慢一点，产出和国民收入的规模是大一点还是小一点，分配和流通格局的变动是多一点还是少一点，如此等等，都会对决定货币需求的总量经济指标变量和机会成本变量发生影响。这就是说，决策当局的主观选择也进入宏观货币需求的函数之中。因此，在分析宏观货币需求时，对决

策当局的意向应该给予应有的重视。

名义需求与实际需求

改革开放之前，乃至改革开放之初，在我们的货币需求研究中，长期不注意名义货币需求（nominal demand for money）与实际货币需求（real demand for money）的区分。主要原因恐怕是我国传统计划经济体制下价格水平变动不大这样的现象对理论思维所造成的惯性效应。显而易见，若价格是稳定不变的，当然也没有必要再去区分名义货币需求和实际货币需求。但改革开放以来，曾有多年的通货膨胀存在，1997 年之后又是通货紧缩的威胁。在这样的背景之下，分析货币需求时若仍然不区分名义货币需求和实际货币需求，就会给宏观形势判断和政策选择带来不利影响。

实际货币需求通常记作$\frac{M_d}{P}$，名义货币需求记作 M_d，它们之间的区别则在于是否剔除物价变动的影响。假设，生产、流通规模和实际财富水平不变而物价上涨了 1 倍，亦即全社会的商品、劳务的名义价值增加了 1 倍。如果货币流通速度不变，货币存量必须增加 1 倍，否则经济无法运转。但这种增加只是适应物价上涨幅度在名义上的增加，就经济成长过程本身所提出的实际货币需求并没有变化。我国 1955 年发行新人民币就是这种状况的最典型的例子。那时确定：所有商品劳务价格、各种债权债务、一切支付义务等，同时缩到 0.01%。相应地则把 1 万元面额的钞票换成 1 元面额的钞票。这就是说名义货币量一夜之间缩到 0.01%，但实际货币需求显然没有任何改变。

可能提出的问题是：如果不考虑类如我国 1955 年币制改革那样的特殊例子，而以通货膨胀的存在为背景，那么承认名义货币需求是否意味着继续支持通货膨胀呢？这又回到前面介绍 $\dot{M}=\dot{Y}+\dot{P}$这个公式时所提出的问题。假如物价水平的提高完全是由货币供给过多所引起，而缩小货币供给又可使物价水平回落，那么只承认实际货币需求而不承认名义货币需求，就货币政策的决定来说可能是正确的选择。但是物价水平的变动如果并非或并非全部由货币因素所引起，或者已经上涨了的价格在回落方面存在刚性限制，那就不能不承认名义货币需求的存在。事实上，就是当我们在概念上不区分名义货币需求与实际货币需求的改革开放之前，也并非完全不考虑这两者的差异。比如在计划农产品收购所需的现金投放时，总是要考虑实物量变动和收购价格变动这两方面的因素，并要求明确计算出价格因素对增发现金的影响。

同样，在物价总水平存在明显波动的条件下，也不能只注意名义货币需求而

不研究实际货币需求。就如同在研究经济发展进程时必须采用类如不变价格等方法以便进行比较一样，对于货币需求的变动也必须消除物价因素才有可能进行年度之间的比较，才可以研究实际经济进程对货币的需求是否发生以及发生了怎样的变化。

为满足待实现的商品服务交易的货币需求与可使资源结合的货币需求

货币是为了使商品、服务交易更加便捷而产生的，因此从逻辑上说，已有的和即将有的商品、服务交易是主导方面。换言之，由于已有的和即将有的商品、服务交易而产生的对货币的需求是最基本的货币需求，也是首先应该满足的货币需求。

然而，商品、服务的提供是资源结合的过程。由于种种客观原因，资源的结合可以是处于相当充分的状态，即商品、服务的提供数量已接近最大可能；同样，资源的结合也可以是处于相当不充分的状态，从而商品、服务可提供的数量还有相当的增长潜力。当处于前一种状态时，决定货币需求的商品、服务交易量已接近产出潜力的最大可能。也就是说，这时的货币需求接近其最大值。而当处于后一种状态时，有相当的资源闲置，产出潜力尚有待发挥。这就是是不是存在潜在产出的问题。在这种情况下，已有的和即将有的商品、服务交易，自然需要货币为之服务；但同时还有一种需求，即部分闲置资源有结合的可能但需要货币促成它们的实现。只要实现了资源的结合，就会有追加的商品、服务交易，并使为促成资源结合而投出的货币成为经济过程所必需的。

当然，绝不是说，所有以闲置的资源为根据所提出的需求都可构成这里所说的货币需求。不少闲置资源不能形成有效产出，不能增加商品、服务交易量，从而就提不出追加的货币需求量。另一方面，当资源的结合从总体上说处于相当充分状态之际，也并非在所有的领域均不存在闲置但有可能结合的资源，因而也会有这种意义的货币需求。我们通常说，有闲置设备，有原材料来源，有人力和技术力量，有动力，有市场销路的项目，现在好像应该加一条无碍于生态环境，那是可以并且应当给予货币资金支持的。这就是表达了在实践中对于这种使资源结合的货币需求的肯定认识。

金融资产交易的需求应如何纳入货币需求模型

自 2001 年 6 月份起，在中国人民银行的统计季报中，广义货币供给 M2 的统计口径，在原来包括狭义货币供应量 M1、储蓄存款和定期存款，以及其他存

款的基础上，又增加了一个新的科目——证券公司客户保证金（customer's security margin）。证券公司客户保证金是在上海和深圳证券交易所开户的投资者存入各证券公司账户上的保证金，其用途是用来购买在这两个市场上出售的有价证券的。这就意味着，在我国，至少有一部分金融资产交易的货币已经纳入货币供应量的统计之中。

需要我们研究的是金融资产交易的需求，应如何纳入货币需求模型。在凯恩斯的货币需求模型中，货币需求是一个与金融资产——债券——交易需求相对立的范畴：在他那里只有“对货币的需求”而没有“对金融资产交易的货币需求”。在其后继者那里，货币需求又变成了一个与金融资产交易需求互补的范畴：收入给定，对金融资产的需求多了，对货币的需求就少；对金融资产的需求少了，对货币的需求就多。在弗里德曼的货币需求模型里，各金融资产的收益率则是作为持有货币的机会成本变量而被纳入考察的范围。他们虽然都考察了金融资产价格和收益率对微观主体持有货币的影响，但考虑的都是：在一定的收入之下，持有实物资产、货币资产和货币之外的其他各种金融资产的分配比例。在凯恩斯的货币需求模型中，在后凯恩斯的货币需求模型中，在弗里德曼的货币需求模型中，持有可带来收益的金融资产都是持有无收益货币的负相关因素。至于是否需要有一部分货币专门用来服务于金融资产交易的问题，却似乎都没有明确地加以考虑。

服务于金融资产交易的货币，是现代经济生活中的客观存在。这块货币常年处于商品和服务交易的旁边，游离于实际经济过程，是货币家族中的特殊成员，而且扮演着越来越重要的角色。泛泛地考虑，承认在这方面有货币需求好像不会有何歧义。问题在于，是否需要独立地论证这部分货币需求，是否能够独立地论证这部分货币需求。

至少到现在为止，还没有看到有关这方面的严肃科学论证。

就经济整体运行来看，服务于金融资产交易的货币，它的性质、使命，不外乎是服务于储蓄向投资的转化。与服务于储蓄向投资转化的居民长期手持现金和银行储蓄、企业预定用于投资的存款等等，没有区别。而且，服务于金融资产交易的货币与居民长期手持现金、与居民银行储蓄以及与企业预定用于投资的存款之间，频繁转化，相互消长，联系也极为明显、紧密。从这样的视角切入，对货币需求起决定作用的商品服务供给 PQ 或者是收入 Y，无疑也制约着金融资产交易所需的货币。当然，停留在这样的分析上，似嫌过于笼统。至于利率，在金融资产领域中的作用极大；对于金融资产定价，在第七章讲过，是决定性的因素。但是在决定服务于金融资产交易的货币数量方面能起什么作用，则不清楚。

总之，如何将服务于金融资产交易的货币需求纳入货币需求模型还是一个需要从理论上加以探讨的问题。

货币需求是否是一个确定的量

无论从微观角度还是从宏观角度考察货币需求问题，最终都面临一个任务，就是使之数量化，以便从中引出有操作意义的政策方案。要把一定时期内经济体系的货币需求加以量化，就会碰到这样一个问题：货币需求是否是一个确定的量？

如果进行事后分析，即对前期经济运行结果进行统计检验，那么，无论微观主体的持币行为和动机怎样，也无论经济政策的目标实现到何等程度，都可以认定，以往的货币需求是一个确定的量值。例如，假定我们将微观主体的货币需求定义为对现金的需求，只要该期现金流转没有什么梗阻，与现金流转对应的价格和付费水平无甚波动，那么，前期市场现金流通量就可以看成是微观主体货币需求总和的具体量值；假定我们将现金加全部存款货币看成是对应经济体系运行的总体货币需求，如果可以判断前期经济中的货币供给与货币需求大体相符，那么，前期的广义货币余额也就成了前期总体货币需求的具体量值。这就是说，事后分析中的货币需求可以认定是一个确定量。

但是，假若我们所要考察的货币需求不是前期的，而是本期或下期的，问题好像就不那么简单。

从微观角度来考察，微观主体在其收入给定的条件下要受消费倾向和多种机会成本变量的影响。(1) 设收入为1，那么消费的比例就整个社会的平均是否只能是 x%，而不可能是 $(x+\epsilon)$%或 $(x-\epsilon)$% (ϵ 是用以表示与 x，y，…对比来说的相当小的正值)？当经济生活中存在着很多不确定、不稳定和难以预期的因素时，把消费比例理解为一个值域 $(x\pm\epsilon)$%，可能是更接近于实际生活中微观主体抉择的特点。(2) 剩余的收入对各种利率、对通货膨胀率的反应将使它按照某种比例进行分配，其中只有一部分以货币形态保持在手中，那么这部分货币需求在其剩余收入中是否也只能是一个确定的比例，比如 y%呢？如果认为消费比例的值域应是 $(x\pm\epsilon)$%，那么同样的理由应该说，这一比率不是 y%，而是 $(y\pm\epsilon)$%更符合生活实际。所以，微观货币需求作为一个值域的特点是明显的。

按照同样的思路从宏观角度来考察，也会取得同样的认识。那就是，经济生活中的不确定、不稳定和难以预期的因素也会使那些相关关系极强的因素之间并非只能形成一个精确的数量比例。比如在社会商品劳务总额与宏观货币需求之间，纵然剔除其他因素，也不见得只能是一条无宽度的函数曲线。如果曲线有宽

度，那就会有如下两种情况：产出或收入变了，从 Y_1 增到 Y_2，但货币需求 M_d 可以不变；或同样的产出或收入，货币需求却是一个值域 $M_{d1} \sim M_{d2}$。见图 13—1。

总之，现实生活中的种种迹象都使我们很难把货币需求看成一个极其确定的量值。较为贴近现实的思路是把它看做一个具有一定宽度的值域。这样考虑问题，可能不至于在货币政策选择上陷入过分简单化的境地。

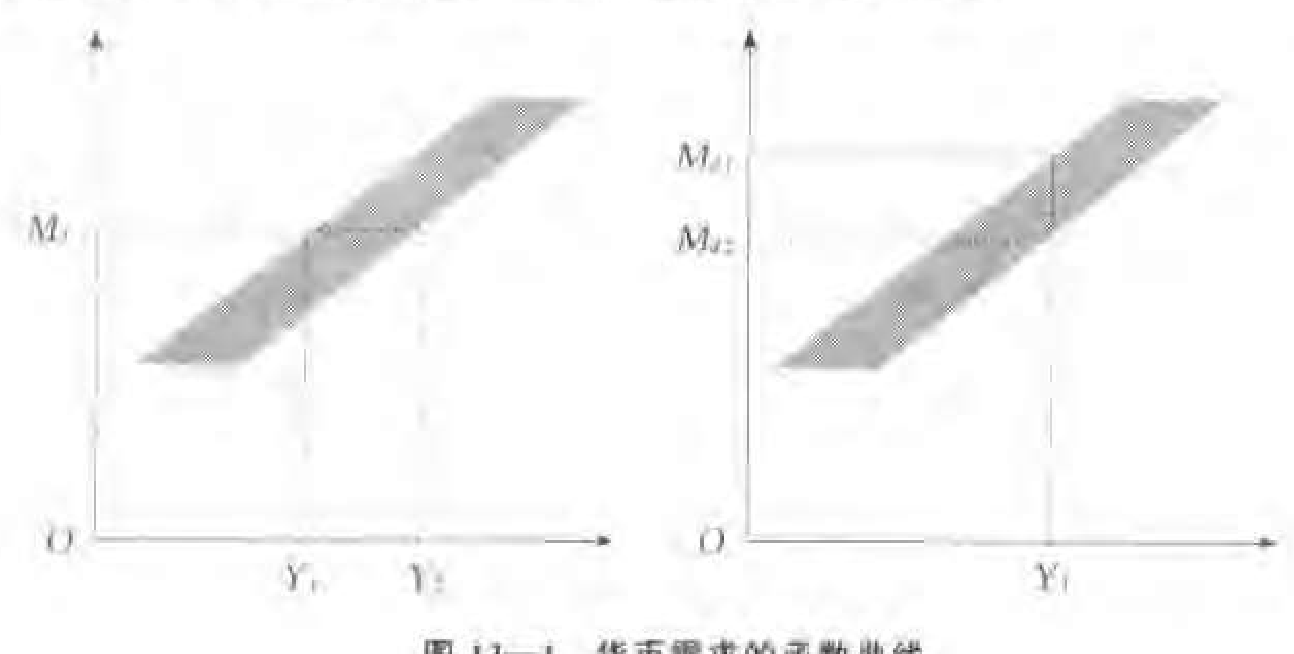


图 13—1 货币需求的函数曲线

第四节 货币需求分析的微观角度与宏观角度

货币需求分析的微观角度

所谓货币需求分析的微观角度，就是从微观主体的持币动机、持币行为考察货币需求变动的规律性。在前面介绍过的货币需求方程和货币需求函数中，剑桥方程式、凯恩斯货币需求模型、弗里德曼货币需求函数，都是从微观角度分析货币需求的典型。

货币需求的研究任务首先是识别货币需求的决定因素并分辨清楚各因素对货币需求量的影响。对于货币需求的决定因素，通常划分为三类：一类为规模变量，如收入和财富；一类为机会成本变量，如利息、物价变动率；余下的则称之为其他变量，如制度因素等。

将机会成本变量引入货币需求模型或函数，是从微观角度考察货币需求问题的典型表现。其目的在于说明利率和价格变动这类因素对货币持有主体可能造成的潜在收益或损失，以及这种潜在收益或损失对微观主体货币需求行为的影响。早期货币需求模型都未考虑机会成本因素。剑桥方程式在对实际现金余额与收入

的比率 k 作注解时强调了利率因素的作用，可以说是引入机会成本因素的开端。但在模型上也未直接表示出来。直到凯恩斯的对货币需求三动机的分析，才建立起内容和形式一致的微观货币需求研究框架。

从微观角度考察货币需求的方法有四点长处：(1) 在规模变量为一定时解释货币流通速度的变动；(2) 提请人们注意，货币不仅有交易媒介功能，而且还有资产和价值储存的功能；(3) 强调利率、价格等市场信号对货币需求能够产生相当程度的影响；(4) 有可能使短期货币需求分析更精确化。

经济体制对微观主体货币需求行为的影响

这是一个处在改革过程中的经济需要特别注意的问题。

经济体制涉及产权关系、分配关系、交换关系及宏观管理方式等各个方面，它与一定时期的经济政策相结合，构成了微观主体的经济运作环境。这种环境如果存在着根本性差异，就会形成不同的货币需求行为。

比如，在过去的计划经济体制中，微观主体的货币需求主要是规模变量的函数，机会成本变量起不了多大作用。就企业来说，它们的货币持有量，包括银行结算存款和库存现金，基本上取决于它们的经营规模和货币收支流量；利率这类机会成本，只有大量利用银行贷款的单位才较为注意。个人的货币需求则取决于收入；利率信号在一定程度上起点作用，那是在储蓄方面，影响也极小。至于在市场经济体制中，企业货币需求与个人货币需求基本上受同一的规律所支配，即规模变量和机会成本变量在货币持有数量的决定中都起重要的作用。

再如，经济体制不同，居民的消费支出结构、各种消费支出的排列顺序不同，这也导致持币行为的差异。在计划经济体制下，由于存在着国家全包下来的公费医疗和劳保退休等保障制度，使得就业者的消费行为乃至于货币持有行为有很大的特色：收入的提高会优先考虑尽快提高自己的消费水平，而不是从长计议的存钱防病、存钱防老，或存钱为了子女教育，等等。日常消费支出多，手持货币也就相应地多。在社会保障制度不再由国家完全包下来的情况下，就业者在健康的时候，在有劳动能力的时候，攒钱防病、防老，或以备用于其他长远性支出，是一种普遍的经济行为，从而日常消费支出占总收入比重较小。攒钱的方式可能是储蓄，也可能是投资于有价证券等金融资产。这自然成为人们较少持有现钞的一个重要原因。

又如，经济体制不同，企业支配的货币资金，从而货币持有的状况也不同。比如，在原有的计划体制下，企业除了日常经营周转中的少量货币资金外，只有为数很少的职工福利基金，至于折旧提存等也大多上缴国家和上级主管单位。市

场经济中的企业，为了进行经营周转、准备扩大投资和积聚抗拒风险、防备经济波动的力量，必须保持一定数量的流动性资产，其中自然包括货币资本，以使企业保有及时实现其支付义务的能力。

现在的中国，依然没有完成向市场经济体制转轨的全过程。企业机制、融资机制、利率机制以及与居民直接相关的医疗、退休等社会保障机制，正在发生根本性的变革。这就必然使得微观主体的货币需求行为还在经历不断的深刻变化。研究并搞清这种变化及其规律，正是当前的重要课题。

资产选择

资产选择，就其最泛泛的意思来讲，目的不外两个：一是保值；二是生利。选择的方向则有三个方面：（1）购买生利的金融资产。狭义的资产选择就是指金融资产选择（portfolio selection）。金融资产一是指股票、债券等有价证券；二是指银行和其他金融机构各种有利息的存款。对于后者，我国习惯通称之为储蓄。下面讲的现金也是金融资产。（2）持有现金。现金虽然既不能生利，也不保值，甚或还会贬值，但它具有高度流动性，任何其他资产都难以代替。(3）购买实物资产。实物资产以土地、房屋等有保值和升值特性的物品为代表。

无论生活在哪一种经济体系中的居民，想要进行资产选择，首先应具备两个前提条件：（1）只有当货币收入保证基本消费支出并有相当的剩余之后才可能谈到资产选择——是保持流动性、还是保值，抑或生利；或者说才可能谈到按什么比例在不同目标上进行分配。（2）客观上必须具备可供选择的较为多样化的资产，以便使握有货币的居民有对象可选择。如果把资产选择看做一个市场的话，第一个条件讲的是市场的需求；第二个条件讲的则是市场的供给。需求和供给条件具备，资产选择才得以出现。

在发达的工业化国家，较高的人均收入水准和资产种类繁多可供自由选购的市场条件，使资产选择成为一种普遍的社会现象。在经济相对落后的发展中国家，是否有可能实际进行资产选择，则因各国经济条件的不同而有较大的差异。

中国城乡居民的资产选择行为

在经济改革之前，中国的人均货币收入处于低水平，剩余不多，很难说有什么资产选择的要求。如果说有，在城市居民中，至多不过是在保存现钞和银行储蓄之间选择，而且多是无可无不可的选择；农民，基本盖房。改革开放以来，中国国民收入分配格局的最显著的变动就是家庭部门货币流入的相对比重急剧增大，城乡居民的生活水平有了大幅度的提高。并且，相当多的家庭已在消费支出

之外有了一定数量的货币剩余。这就使它们成了资产选择市场上的需求方。至于市场的供给，改革开放以来尤其是20世纪90年代明确了建立社会主义市场经济体制以来，中国金融市场特别是证券市场已有了显著的发展；房地产市场的发展也日渐成为新的经济增长点。股票、债券、外汇、房屋等所有这些正逐渐扩充着人们资产选择对象的种类和范围。

据中国统计信息网公布的城市居民家庭财产抽样调查报告，对3 997户居民家庭作为有效样本户的调查结果，城市家庭财产的构成中，家庭金融资产为7.98万元，占家庭财产的34.9%；房产为10.94万元，占家庭财产的47.9%；家庭主要耐用消费品现值为1.15万元，占家庭财产的5%；家庭经营资产为2.77万元，占家庭财产的12.2%。如图13—2：

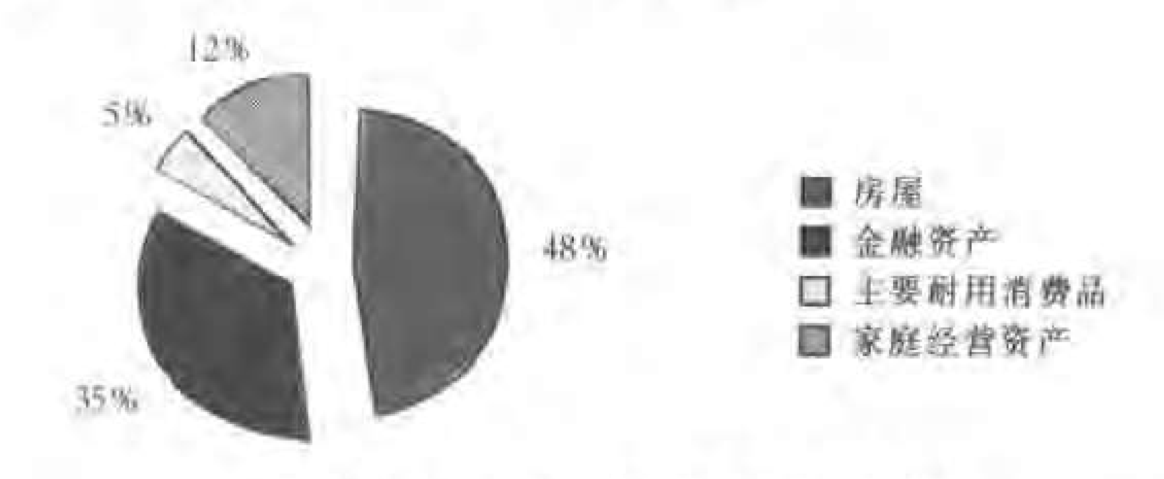


图 13—2 2002年6月底城市家庭资产结构

占34.9%的金融资产，其特点是上升速度极快。从1984年到2002年，城市居民户均金融资产的年平均增长速度为25.5%。虽然在人民币金融资产中，储蓄存款依然占首位，为69.4%，但股票持有已从零增长到10.0%。

从现状和发展趋势上说，资产选择已成为多数中国城乡居民，特别是大中城市居民安排货币剩余的一个内容。也正因为如此，在考察这部分居民的货币需求时，就不能仅从交易动机出发，把收入作为他们货币需求行为的惟一解释变量。而且还应当考虑到保值、生利的动机，也即投机动机对货币需求行为的影响，从而将利率变动以及通货膨胀率等机会成本变量也作为货币需求的解释变量。从近年来的情况看，若其他条件大体不变，银行存款利率下调，居民的储蓄就会较多地分流到证券市场，或购买股票，或购买债券。这里，已经可以观察到利率信号的导向作用。

货币需求分析的宏观角度

货币需求的宏观分析，是货币当局决策者为实现一定时期的经济发展目标，

确定合理的货币供给增长率，从总体上考察货币需求的方法。准确地判断总体货币需求的水准是决定货币供给的关键。

从宏观角度估算货币需求，需要利用货币需求的宏观模型。马克思的货币必要量公式、费雪的交易方程式、上面介绍的我国前些年提出的公式，都是宏观模型。这些模型的共同特点是都没有顾及微观主体的心理、预期等因素，不考察各种机会成本变量对货币需求的影响，而主要是关心市场供给、收入这类指标的变化。也可这样理解：机会成本因素及微观主体行为对货币需求的影响都已纳入货币流通速度这一吸纳性极强的变量之中。但货币流通速度由于综合的内容太多，很难据以对货币需求进行具体分析。特别是它不像利率那样以一个独立的、毫不含糊的数值存在，而只是已经发生的货币流量与货币存量的比值。不同的观点，不同的计算方法可以使这个比值有很大的出入。

在西方经济学中，实际的途径是在建立起微观货币需求模型之后，进一步研究这个模型能否直接用于，或经过修订用于宏观分析。比如，弗里德曼的微观货币需求模型，对其中个别变量（如非人力财富占个人总财富的比率）加以调整，就变成了宏观模型。

微观分析与宏观分析的结合

对货币需求的微观分析，其着力点在于建立可以更充分反映客观实际的模型并据以剖析货币需求变化的原因；对货币需求的宏观分析则在于根据可以解释货币需求的变量，其中包括国民经济总量指标和一些重要机会成本变量，来估算总体货币需求作为货币供给决策的依据。这两者是不能偏废的。

在我国过去的经济理论中只有货币需求的宏观分析，似乎研究货币需求只有这种方法。其实，在我国银行的实际工作中，重视微观货币需求的分析是从革命根据地时期就已开始具有的传统，特别是基层银行在这方面不间断地做了大量工作。有对职工持币的系统研究，有对农民持币的系统研究，等等。问题只是没有据以概括出理论模型。直到今天，这类微观角度的分析仍是解释货币领域种种矛盾和变异现象的重要依据。

在看到微观货币需求模型的优点时，也必须注意不能轻视宏观分析。抽象推论，微观主体的货币需求，其总和就是总体的货币需求，似乎通过估算微观主体货币需求来估算总体货币需求即可。事实上这是行不通的。假如要这样估算，那就必须：（1）区分微观主体的各种类型，如企业、事业、个人，个人还要分工人、农民等；（2）每一种类型又要区分为多少组，然后是抽样调查、分析计量、逐层汇总。姑且不说所需要的人力、物力能否承担得起，也不说所需的时间可能

使得计算出来的结果已大大失去时效，就是难以避免的误差累积也无法令人相信计量出来的结果有实用价值。这就是说，无论微观角度的货币需求分析有多大进展，有如何重要的意义，也不能排斥宏观角度分析的作用及其独立地位。

所以，重要的是研究中两者的相互推动，实践中两者的相互配合。

[复习思考题]

1. 回顾货币需求理论发展的脉络，扼要说明各阶段所做出的理论贡献。

2. 在发达的市场经济中，利率对于货币需求的大小起着极为重要的作用。试举出西方国家对这一规律的实际运用。

3. 金融资产交易是如何影响货币需求的？在货币需求理论模型中是否应该把金融资产交易的需求包括在内？如果认为应该，函数式应如何建立？

4. 你觉得应如何建立我国的货币需求函数模型？应如何考虑利率因素？

5. 为什么应该将微观角度与宏观角度结合起来考察经济生活对货币的需求？

6. 微观经济行为主体对货币的“需求”，有哪些是应该考虑在决定货币需求的因素之内的，有哪些是不应该考虑在内的？用以判别的界限在什么地方？

7. 是否需要构筑一个全球货币需求函数？

8. 关于信息技术的发展会使货币需求发生变化的文字颇多，有的是严肃的学术探讨，有的则属于一般的联想。你看到过这方面的议论吗？从中形成了怎样的认识？

第十四章

货币供给

第一节 货币供给及其口径

货币供给问题述要

货币供给（money supply）分析，在剖析货币流通状态和货币政策决策中，是与货币需求理论相对应的另一个侧面。

对于货币供给的研究，在古代，较之对货币需求的研究或许更为具体。那时，一个首要的问题是货币由谁供给：是由君王垄断，还是也允许私人参与货币金属的开采和钱币的铸造。现在这个问题早就不存在了，但仍然有国家对货币供给如何控制和控制到何种程度的问题。在金属货币流通时，货币金属不足曾是经济生活中的主要矛盾之一。如中国唐代中期的“钱荒”、南北宋的“钱荒”和明清之际的“银荒”，都曾对当时经济生活有重大影响。在货币金属供给不足的背景下，中国出现过“交子”，出现过全国性的纸币流通。但真正突破金属货币数量供给不足

桎梏的，是现代信用体系货币创造机制的形成和不断发展。一般地说，当今不愁无法解决货币供给不足的难题。但如何才能使货币供给符合经济发展的客观需要，则成为仍在不断研究探讨的课题。甚至在经济不断发展的进程中，什么是货币也并非易于回答。本章是对其中一些主要的现实问题进行讨论。

现金发行与货币供给

认为钞票和小面额硬币的发行就是货币供给问题的全部，是我国多年存在的错误观念，也是经济欠发达国家在所多见的现象。改革开放之后，在理论认识上逐步扭转；近年来，在政府管理部门也已摆脱了这样的观念。但是要把因循观念较为彻底地澄清，依然需要时日。

在第一章曾经指出，经济生活中存在着形形色色的货币，而不只是现金——钞票和金属辅币。货币供给指经济生活中所有货币的集合，现金存量只是货币供给的构成部分。第十二章描述了现代货币创造的机制，这个机制不只提供现金，还提供种种其他形态的货币。

现金发行不等于货币供给，这是一个客观事实。但在中国，多少年来，决策部门和经济理论界的许多人却一直将现金发行视同货币供给。就是在理论认识和经济管理实践已经基本统一的今天，在关系决策的形势判断中，传统观念仍然在相当多的决策者和民意代表之中起作用。谈起货币流通状况，听到的问话常常是："票子发多少了"；"今年票子增发多少合适"；"票子的发行能否控制得住"，等等。似乎只要恰当地解决了现金供给问题，整个货币流通的一切问题都可迎刃而解。

难以摆脱传统观念的束缚，是人之常情。问题是，把现金发行视同货币供给这种观念是怎样形成的。大体可归纳如下。

1. 流通中的货币是由现金与存款货币所构成，在西方发达国家也是在19世纪末和20世纪初这一段期间内才明确起来的。那时，在不发达的中国，不可能普及这样的观念。普及这样的观念需要有一个过程，在自然经济为主的广大农村特别是这样。在20世纪30年代末期开始的战争和恶性通货膨胀形势下，人们甚至认为真正的货币只是银元与黄金。那时的银行工作者，在革命根据地的，主要的任务是发行钞票；在国民党统治区的，关注的焦点也在于法币。所以，当新中国成立之际，在人们有关货币的观念中，把现钞与货币等同占绝对的统治地位。

2. 新中国成立后，我们接受了苏联的这样理论观念：生产资料不是商品，只有生活消费品才是商品。实现消费品流通的是现金；实现生产资料分配的是转

账结算。货币的基本功能就是与商品对流：现金与商品对流，自然是货币；与转账结算中的货币对流的不是商品，自然不能算做真正的货币。

3. 在改革开放前还曾经存在这样的认识：现金的运动是货币的运动；非现金的转账是实现资金的运动。认为，货币与货币资金之间存在着本质的区别：货币是简单的媒介，资金则是具有增殖性能的价值；如若把实现资金运动的转账结算也视为货币供给，那就是把货币范畴与资金范畴混淆了。在 19 世纪的西方，对货币与资本的异同问题曾有过多年概念拉扯不清的讨论。我们关于货币与货币资金必须分清的讨论也属同类性质。其实，马克思早就论证明白：实现资本流通的货币与实现收入流通的货币，在流通之中并无区别——都是简单的作为购买和支付手段的货币，服从统一的货币流通规律。

此外，在经济理论和金融理论方面长期采取自我封闭的态度，也使并不正确的传统观念迟迟难以突破。

以部分代整体会造成错误判断

不准确的货币供给观念与经济形势判断中货币定义的不准确，会直接影响对宏观经济形势的判断，从而可能导致不恰当的货币政策选择。

就是在传统的计划体制下，货币供给也不只是现金，同时还有大量的存款货币。而且过多的银行存款事实上也在不断造成生产资料计划外的分配，并压迫价格变相上涨。改革开放以后，现代经济生活中的多层次货币结构在我们的经济生活中已更为明显。比如，现在谈论总供给与总需求的平衡，由非现金转账所实现的生产资料交易在其中占很大比重；而且生产资料流通中的绝大部分已是按市场的准则流通，供求决定着它们的价格水平。人们在观察宏观经济形势时，对比货币供给增长率和经济增长率是用以判断经济发展正常与否的一个极其重要的方法。但是，我们长期采用一个小口径的货币供给，或者说部分的货币供给去同一个大口径的经济增长，或者说经济总体的增长去对比分析，显然是难以得出比较可信的结论来的。

当然，假定存在着这样的状况，即经济增长对现金的需求与对广义货币的需求恰好保持比例上的吻合，同时现金存量在广义货币结构中的比重相当稳定，那么，分析现金这个比例确定的部分也有可能推及整体。但这个假定的前提条件是不存在的。恰恰相反，现金在货币构成中比重的变动甚为显著。表 14—1 中所列示的数字就显示了这种变动趋势。

表 14—1　　现金在货币构成中比重的变动　　单位：亿元

年　份	现金流通量 C	M1	M2	C/M1（%）	C/M2（%）
1985	987.8	3 340.9	5 198.9	29.6	19.0
1986	1 218.4	4 232.2	6 720.9	28.8	18.1
1987	1 454.5	4 948.6	8 330.9	29.4	17.5
1988	2 134.0	5 985.9	10 099.8	35.7	21.1
1989	2 344.0	6 282.2	11 949.6	37.3	19.6
1990	2 644.4	6 950.7	15 293.4	38.0	17.3
1991	3 177.8	8 633.3	19 349.9	36.8	16.4
1992	4 336.0	11 731.5	25 402.2	37.0	17.1
1993	5 864.7	16 280.4	34 879.8	36.0	16.8
1994	7 288.6	20 540.7	46 923.5	35.5	15.5
1995	7 885.3	23 987.1	60 750.5	32.9	13.0
1996	8 802.0	28 514.8	73 613.0	30.9	12.0
1997	10 177.6	34 826.3	90 995.3	29.2	11.2
1998	11 204.2	38 953.7	104 498.5	28.8	10.7
1999	13 455.5	45 837.2	119 897.9	29.4	11.2
2000	14 652.7	53 147.2	134 610.3	27.6	10.9
2001	15 688.8	59 871.6	158 301.9	26.2	9.9

资料来源：据《中国人民银行统计季报（1998 Ⅰ)》、《中国金融年鉴（2002)》数字整理。

在实践中，还往往仅以当年现金增量的多少作为衡量货币流通是否正常的尺度。这更容易导致错误的判断。因为从年度看，现金、M1、M2 的增长率之间存在很大的差距（参见表 14—2)。其中现金的波动幅度极大，是很难根据它来度量货币供给松紧程度的。

表 14—2　　现金、M1、M2 的增长率比较（环比）

年　份	现金增长率	M1 增长率	M2 增长率
1991	20.2	24.2	26.5
1992	36.4	35.9	31.3
1993	35.3*	38.8*	37.3*
1994	24.3	26.2	34.5
1995	8.2	16.8	29.5
1996	11.6	18.9	25.3
1997	15.6	22.1	23.6
1998	10.1	11.9	14.8

续前表

年　　份	现金增长率	$M1$ 增长率	$M2$ 增长率
1999	20.1	17.7	14.7
2000	8.9	15.9	12.3
2001	7.1	12.7	17.6

* 因 1992 年以前的口径与以后年份不一致，1993 年计算出来的增长率偏高。

资料来源：据《中国人民银行统计季报（1998－Ⅰ）》、《中国人民银行统计季报（2002－1）》整理。

此外，过分看重现金指标，过分强调对现金的管理以实现现金目标，常常会引发扭曲的微观经济行为：银行过分控制现金的投放，可能人为地造成现金的短缺；企业超出自己的需要囤积现金，以致出现现金管得越严，现金使用得越多的现象，等等。

应该说，自 20 世纪 90 年代中期之后，单一地重视现金的问题已有较大的扭转。但普及工作依然要做。

货币供给的多重口径

在第一章已经指出，货币供给包括按口径依次加大的 $M1$、$M2$、$M3$……这种系列所划分的若干层次。

在各国的货币口径中，只有“通货”和 $M1$ 这两项大体一致。通货（currency）指不兑现的银行券和辅币，在我国习惯称之为现金；$M1$ 都是指通货与支票存款这两者之和，在我国称之为狭义货币。除此之外，由于各国的经济情况、银行业务名称不同，同一名称的业务内容也都不一样，因而其采用的口径系列及同一口径符号包含的内容也各不相同。如美国联邦储备公报公布 $M1$、$M2$、$M3$、Debt 的数字，并同时公布大于货币范围的流动性资产 L（liquid assets）的数字；英格兰银行公布 $M0$、$M2$、$M4$、$M4c$ 和 $M5$ 的数字，等等。又比如，1984 年以来，我国有些货币统计口径方案建议用 $M0$ 代表现金，现在中国人民银行的统计中已正式使用。但这不是一个国际通用的口径。如 1983 年第 4 季度起，英国采用这个口径表示基础货币。其他国家至今罕见采用 $M0$ 这种符号的。

划分货币供给层次的依据及意义

尽管世界各国中央银行都有自己的货币统计口径，但是，无论存在着何等差异，其划分的基本依据和意义却是一致的。

各国中央银行在确定货币供给的统计口径时，都以流动性的大小，也即作为

流通手段和支付手段的方便程度作为标准。流动性程度较高，即在流通中周转较便利，相应地，形成购买力的能力也较强；流动性较低，即周转不方便，相应地，形成购买力的能力也较弱。显然，这个标准对于考察市场均衡、实施宏观调控有重要意义。

便于进行对宏观经济运行的监测和货币政策的操作，是对中央银行划分货币层次的重要要求。比方说，货币当局在讨论控制货币供应指标时，既要明确到底控制哪一层次的货币以及这个层次的货币与其他层次的界限何在，同时还要回答，实际可能控制到何等程度。否则，就谈不上货币政策的制定，制定了也难以贯彻。

外国的和IMF的 *M* 系列

1. 美国现行货币供给各层次的定义为（已加以简化）：

*M*1 包括：(1) 处于国库、联邦储备系统和存款机构之外的通货；(2) 非银行发行的旅行支票；(3) 商业银行的活期存款，不包括存款机构、美国政府、外国银行和官方机构在商业银行的存款；(4) 其他各种与商业银行活期存款性质相近的存款，如 NOW、ATS 等。

*M*2 等于 *M*1 加以下各项：(1) 存款机构发行的隔夜回购协议和美国银行在世界上的分支机构向美国居民发行的隔夜欧洲美元；(2) 货币市场存款账户(MMDAs)；(3) 储蓄和小额定期存款；(4) 货币市场互助基金金额 (MMMFs) 等。

*M*3 等于 *M*2 加以下各项：(1) 大额定期存款；(2) 长于隔夜的限期回购协议和欧洲美元等。

L 是大于货币的一种口径，它等于 *M*3 加非银行公众持有的储蓄券、短期国库券、商业票据和银行承兑票据等。

从对 *L* 的统计方法即 *M*3 加上某些债务工具来看，*L* 意味着在货币供给口径之上的直接延伸。

Debt 是一个更大的口径，但并不与货币供给的统计直接联系：它不再是 L 再加上一些什么内容。这个口径是指国内非金融部门在信用市场上未清偿的债务总量，包括：各级政府的债务和私人非金融部门的债务。私人非金融部门的债务是由公司债券、抵押契约、消费信用、商业票据、银行承兑票据等债务工具所构成。

2. 同样作为市场经济国家的日本，现行的货币供给统计口径则为：

*M*1 等于现金加活期存款。现金指银行券发行额和辅币之和减去金融机构库

存现金后的余额；活期存款包括企业活期存款、活期储蓄存款、通知即付存款、特别存款和纳税准备金存款。

"$M2$ 加 CD"等于 $M1$ 加准货币和可转让存单。其中"准货币"指活期存款以外的一切公私存款；CD 是指可转让存单。

"$M3$ 加 CD"等于"$M2$ 加 CD"，加邮政、农协、渔协、信用组合和劳动金库的存款以及货币信托和贷放信托存款。

此外还有"广义流动性"，等于"$M3$ + CD"加回购协议债券、金融债券、国家债券、投资信托和外国债券。

3. 英国英格兰银行公布的货币供给口径以频繁调整为特点。下面是 1991 年所采用的口径，其中没有 $M1$：

(1) $M0$，如前指出，这是英格兰银行 1983 年第 4 季度开始采取的用以表示基础货币的口径。它包括两项内容：一是英格兰银行发出的钞票和硬辅币；二是诸银行在英格兰银行中储备存款余额。

(2) $M2$，包括三项：私人部门（指非金融业的工商企业和居民）中流通的钞票和硬辅币；私人部门在银行的无息即期存款；私人部门在银行和建房互助协会中的小额英镑存款。

(3) $M4$，包括五项：前两项与包括在 $M2$ 中的前两项相同；后三项分别是私人部门的有息英镑即期存款、私人部门在银行的定期英镑存款（包括英镑存单）、私人部门持有的建房互助协会的股份和存款（包括英镑存单）。

(4) $M4c$，等于 $M4$ 加私人部门在银行和建房互助协会的外币存款。

(5) $M5$，等于 $M4$ 加私人部门持有的金融债券、国库券、地方当局存款、纳税存单和国民储蓄。

4. IMF 的 M 系列：

国际货币基金组织采用三个口径：通货（currency）、货币（money）和准货币（quasi money）。"通货"，采用一般定义；"货币"，等于存款货币银行以外的通货加私人部门的活期存款之和，相当于各国通常采用的 $M1$；"准货币"相当于定期存款、储蓄存款与外币存款之和，即包括除 $M1$ 之外可以称之为货币的各种形态。"准货币"加"货币"，相当于各国通常采用的 $M2$。这个组织要求它的各成员国按照这样的口径报告数字。

中国的 M 系列

我国从 1984 年开始探讨对货币供给层次的划分，并于 1994 年第三季度开始正式按季公布货币供应量的统计监测指标。按照国际货币基金组织的要求，现阶

段我国货币供应量划分为如下三个层次：

$M0$＝流通中现金，即我们习称的现金

$M1 = M0$＋活期存款

$M2 = M1$＋定期存款＋储蓄存款＋其他存款＋证券公司客户保证金

其中，$M1$，我们称为狭义货币量；$M2$，称广义货币量；$M2 - M1$是准货币。

之所以与其他许多国家不同，把现金单列为第一个层次，主要是因为在我国以活期存款为依据签发的支票和银行卡的使用范围还存在一定程度上的局限性，因而，与发达的市场经济国家比较，其流动性明显低于现金。而现金，尤其是居民手中的现金，在我国的今天，由于其支用最为方便，依然是最活跃的购买力。当然，这也是多年来我们一直把现金等同于货币的那种根深蒂固观念的反映。

调整和扩大口径的意见

随着我国经济市场化和货币化程度的进一步深化，在货币层次划分方面又产生了一些新的问题。比如居民活期储蓄存款和股民保证金是否应计入狭义货币$M1$、外币存款是否应列入准货币等问题。

主张把居民活期储蓄存款列入$M1$的见解是：随着我国银行电子装备水平的提高，针对居民活期储蓄的银行卡有了较大范围的使用，还有一些城市开办了居民支票业务，使居民活期储蓄存款的流动性有所增强。不同意的见解是：居民活期储蓄存款中具有直接购买力的部分仍然非常有限，尚不足以改变其准货币的性质，就如同我们并不因$M1$中肯定有一些不发挥现实购买力的沉淀性货币——如长期不用放在柜子中的钞票和近似"死户"的活期存款——而将其划入准货币具有同样的道理。

主张把股民保证金（shareholder's security margin）列入$M1$的理由是它极易转化为活期存款。不同的意见是：考察货币供应量及其层次主要是关注它在某一时点的存量以及它处于该状态的主要支用目的。由于股民保证金主要的目的是购买股票、债券等金融资产，而不是对商品和劳务的直接购买。一旦它进行了转化，在那一时点上就会将其计入$M1$。

关于外币存款是否应列入准货币的问题，否定的见解是：尽管外币存款可以很容易地转化为各层次的本币，但当其以外币存款形态存在时，主要是作为一种可供选择的金融资产的持有形式，其本身并不直接与国内商品和劳务的购买相对应。它一旦转化，就会在那一时点的货币供应量的相应层次中得到反映。IMF也有把外币正式计入货币供应量口径的明确意见，但其前提条件是"外币在本国作为货币流通"，即可以直接执行交易媒介的职能。而我国目前尚不具备这一条

件。所以，不将其计入货币供给的统计范围，而仅将其视为一个影响本币供给的因素，也许是比较恰当的。

M1/M2——货币供给的“流动性”

当我们讨论货币供给时，其流动效率是较高还是较低，无疑与货币供给数量的多少具有同等重要的意义。

对于货币供给的流动效率，自然可以用货币流通速度的概念表示。在第一章，给出了货币流通速度的概念，它是指同一枚货币在一定期间作为购买手段和支付手段的次数。但结合当今对货币供给有关 M 系列的概念，还有一个较为具体的指标，即货币供给的流动性——M1/M2。

需要注意，这里所说的“流动性”，与经常用来作为货币代用语的“流动性”概念，内涵不是完全等同的，不可混淆。

M1/M2 表明狭义货币供给相对于广义货币供给的比重。当 M1/M2 的值趋于增大，表明代表现实流通的也即现实将用于购买和支付的货币在广义货币供给量中的比重上升，货币供给的流动性增强，货币流通速度加快；反之，当 M1/M2 的值趋于减小，则表明广义货币供给量中的准货币比重上升，货币供给的流动性减弱，货币流通速度下降。

对流动性的观察，可以有多方面的目的。当然，直接是判明同一数量的货币供给，由于其流动效率差别，有可能满足于不同规模经济周转的趋向和区间。进一步，则可作为判断经济发展态势的指标之一：M1/M2 的值趋大，可能表明人们的消费信心增强，投资信心增强，经济趋热；反之，则可能表明人们的消费信心和投资信心减弱，经济趋冷，等等。

M1/M2 指标是货币供给内部层次之间的对比。概念简明，计算便捷，这是其特点。但流动性 M1/M2 指标的存在，并不排斥也不代替对 M1、M2，直至对 L 的观察，在我国还有对 M0 的观察。当然，单纯观测 M1、M2 和 M0 的绝对值和变化率，不容易直接判断货币流动性的变动情况。但对它们的观察通常是与消费品供给、与生产品供给、与 GDP 等指标进行对比分析。货币流通速度通常就是用这类比值来表示的。

名义货币供给与实际货币供给

上一章提出了名义货币需求与实际货币需求的区分。相对应的，也必须区分名义货币供给（nominal money supply）与实际货币供给（real money supply）。

名义货币供给是指一定时点上不考虑物价因素影响的货币存量（money

stock)：实际货币供给是指剔除物价影响之后的一定时点上的货币存量。若将名义货币供给记作 M_s，则实际货币供给为 M_s/P。人们日常使用的货币供给概念，一般都是名义货币供给。例如讲某年度、某季度货币量增长多少、增长率多高等，都是该时期货币供给的名义增加量以及与基期存量的比较。

如果一国的物价水平长期比较稳定，仅就名义货币供给量分析是不会出多大问题的。货币当局在做出决策之前，首先要解决的是货币多了还是少了的基本判断问题。而分析货币多了还是少了，主要是靠采用货币供给增长率与商品、服务供给增长率相对比的方法。当价格水平变动不大时，以货币金额表示的商品、服务供给增长率，既是名义增长率，也大体可以反映它们的实际增长率。这时的货币供给也无须考虑是名义的还是实际的，只要相应地增减，也就可以保证商品、货币的顺畅流通。但是，假若某一经济体系正经历着物价水平的剧烈波动，那么，只分析名义货币供给的变动，就可能导致错误的经济形势判断和错误的政策选择。

设本期商品、服务的供给与货币供给是协调的。如果下期实物要素供给增加速度不变，货币供给增长速度也不变，只要价格稳定，一般说来，商品、服务供给与货币供给的关系仍然会是协调的。但是，假如出现了由某种外生因素导致的物价上涨或下跌，要是不区别名义货币供给与实际货币供给，相对于商品、服务的流通，就会出现明显的货币不足或过多。举个简单的数字例子：设一个国家流通中现有货币是 100 亿元，在考察期间内商品、服务的实际增长率为零，但商品价格水平却提高了 1 倍。如果货币供给的名义增长率为零，显然，原有的 100 亿元货币就只能实现流通中商品、服务的 50%。当把市场出清看成是最佳状态时，这个国家该期间的货币存量显然严重不足，即整整少了一半。原因是，面对没有变动的实际商品、服务供给，实际的货币供给却由 100 亿元减少了一半，即：

100 亿元 /（1 + 100%） = 50 亿元

国际货币基金组织的货币模型

国际货币基金组织对于要求基金予以支持的成员国，需要了解一些基本情况以分析其申请是否能取得理解。货币的状况是必须分析的项目。

对于一国货币供给的变化，基金的模型是：

$$\Delta M = \Delta R + \Delta D \tag{14·1}$$

即一国外汇储备的变化 ΔR，和金融系统国内信贷的变化 ΔD，决定货币供给量的变化。关于 ΔR 的形成，它的模型是：

$$\Delta R = X - M + K \tag{14·2}$$

式中，X 为出口，M 为进口，这是资金流量统计中使用的标准符号；K 为非银行部门的资本净流入量。货币供给的变化取决于信贷和外汇储备的变化，这样的原理是易于理解的。模型涉及本章第三节将要谈到的内生变量与外生变量的关系。在基金的模型中，信贷的变化 ΔD 视为外生变量；出口 X 视为外生变量；进口 M 则视为内生变量，即收入的函数。这里只是简单介绍，供进一步的研究。

与这个货币供给模型相对应，以资比较分析的是货币需求函数。基金采用的需求函数是标准的剑桥方程式。

基金的这一套模型极为简单。最初，是与很多成员国很难提供较为详细的统计数据联系在一起的。银行业的数据和进出口的数据通常较易取得。后来，统计数据方面的困难有很大改观，但要建立实证性的计量模型，对许多成员国来说，仍是一件有待解决的问题。而且对于轮廓性的设计和控制，简单的、只包括几个标准变量的模型仍很必要。当然，随着时间的推进，对几个标准变量的说明会日益详尽、深入。

区分货币与非货币的困难

货币当局对不同口径货币的监测和控制，也促使各类金融机构相应地做出反应。第九章关于金融创新一节举出了很多例子。例如，定期存款到期前不便于流动，于是创造易于变现的可转让大额定期存单；定期存款不能开支票，于是创造了自动转账制度；储蓄存款不能开支票，于是创造了货币市场互助基金账户，等等。这些都使得流动性加强了，并大大突破了原有货币层次的界限。界限变得模糊起来，区分货币与非货币也就越来越困难，以致各国货币统计口径过一段时期就不得不进行调整。

在中国，由于金融管理比较严格，金融工具不仅种类少而且也较少变动，从而各层次货币供给间的界限也比较明显。从某种意义上说，这似乎更便于中央银行的监测和调控。但随着金融事业的发展，这样的状况是不会一直维持下去的。

第二节　货币供给的控制机制与控制工具

我国计划体制下对货币供给的直接调控

在过去的计划体制下，我国货币供给控制机制的典型特点是以年度综合信贷

计划制约货币供给规模；信贷资金管理体制是“统存统贷”；主要控制方式是分配信贷指标。

在这种体制下，我国的存贷款业务统一由中国人民银行一家银行办理。各级人民银行机构吸收的存款全部上缴中国人民银行总行。所谓存款全部上缴总行的实际意义是：各分支机构无论吸收的存款有多少，与其贷款等业务不发生任何联系。各级银行机构发放贷款，根据的是总行核定并下达的贷款计划指标。所谓贷款指标，就是允许发放贷款的限额。在这个数额内，凡符合信贷原则的贷款请求，即可提供贷款。如果借款单位将用这笔贷款进行转账结算，则把贷款金额记入该单位的存款账户；如果需要现金，只要符合现金使用用途的规定，即可付现。银行库存现金不足，可向上级行申请拨付。在这里，各级分支机构根本不存在贷款有没有资金来源的问题。中国人民银行总行向各级地方分支机构下达计划指标，其依据是国民经济发展计划所编制的综合信贷计划。综合信贷计划的内容如表 14—3。

表 14—3　　综合信贷计划

资金来源	上期预计余额	本期计划增减额	本期计划余额	资金运用	上期预计余额	本期计划增减额	本期计划余额
各项存款 流通中货币 银行自有资金 其　他				各项贷款 外汇占用 黄金占用 财政借款 其　他			

综合信贷计划中，各项数字都是年末、季末的累积余额；与前期数字比较的差则是本期余额的增减额。其中，“流通中货币”是指现金发行量。“各项存款”中的企业结算账户存款和机关团体的经费账户存款相当于活期存款，可据以进行转账结算。它们与“流通中货币”之和就是相当于 $M1$ 口径的货币供给量。

从货币供给的过程看，是由银行贷款给企业，发放给企业的贷款转化为存款和流通中的现金。从而在忽略其他次要项目之后，有一个极其简明的恒等式：

$$贷款=存款+现金发行 \quad (14\cdot3)$$

对于不了解会计原理的人来说，这一恒等式好像包含着极其深奥的学问。只要从资产与负债必然对应的会计原理来理解，则毫无神秘之处。

也有把它视为计划经济条件下的规律。这只是臆断。从第十二章有关货币创造的论述来看，自始至终都包含着这样的恒等关系。

在控制机制上，货币供给的扩张和收缩，基本上是由银行贷款规模的扩张和收缩来决定。由于各级地方的银行分支机构没有派生存款的能力，而只是在上级行下达的指标范围内发放贷款，所以，制约货币供给的贷款扩张或收缩，实际取决于中国人民银行总行层层分解下达的贷款计划指标。这就是说，那时中国人民银行总行对货币供给的变动具有直接调控的能力。

市场经济条件下对货币供给的间接调控

在典型的、发达的市场经济条件下，货币供给的控制机制由面对两个环节的调控所构成：对基础货币的调控和对乘数的调控。如果说货币当局对于基础货币还有一定的直接调控可能，至于对乘数的调控则毫无可能直接操纵。总的来说，市场经济条件下，对货币供给数量的调控只能是间接的。

货币当局通常运用众所周知的三大工具——公开市场业务、贴现政策和法定准备率——调控基础货币和乘数并进而间接调控货币供应量。

公开市场操作

公开市场操作（open-market operation）是指货币当局在金融市场上出售或购入财政部和政府机构的证券，特别是短期国库券，用以影响基础货币。这个工具的运作过程如下：

当货币当局从银行、公司或个人购入债券时，会造成基础货币的增加。由于债券出售者获得支票后的处理方式不同，会产生不同形式的基础货币。

以美国为例，假设美联储体系从一家银行购入200万美元债券，并付给它200万美元支票。这家银行或是将支票兑现，以增加库存现金量；或是将款项存入在联储体系开立的储备账户。这时，该银行和联储体系的账户分别发生两组变化：

第1组：

某银行

资产		负债	
政府债券	－＄200万		
通货库存	＋＄200万		

联储体系

资产		负债	
政府债券	＋＄200万	通货发行	＋＄200万

第 2 组：

某银行

资产		负债	
政府债券	－$200 万		
在联储的储备存款	＋$200 万		

联储体系

资产		负债	
政府债券	＋$200 万	商业银行储备存款	＋$200 万

当债券出售者为非银行的公司或个人时，假若出售者将联储体系的支票存入自己的开户银行，这时，联储体系、开户银行及出售者的账户分别出现如下变化：

出售债券者

资产		负债	
政府债券	－$200 万		
支票存款	＋$200 万		

开户银行

资产		负债	
在联储的储备存款	＋$200 万	支票存款	＋$200 万

联储体系

资产		负债	
政府债券	＋$200 万	商业银行储备存款	＋$200 万

当出售债券给联储体系的个人或公司把获得的支票兑现时，出售者和联储体系账户会分别出现如下变化：

出售债券者

资产		负债	
政府债券	－$200 万		
手持通货	＋$200 万		

联储体系

资产		负债	
政府债券	＋$200 万	通货发行	＋$200 万

假若联储体系不是购入债券而是出售债券，对基础货币就会产生相反的影响：或减少了通货发行、或减少商业银行在联储体系内的储备存款。

从以上的例子可以看出，中央银行通过购买或出售债券可以增加或减少流通中现金或银行的准备金，使基础货币或增或减。基础货币增加，货币供给量可随之增加；基础货币减少，货币供给量亦随之减少。不过，是增减通货，还是增减准备金，还是两者在增减过程中的比例不同，从第十二章介绍的原理得知，会导致不同的乘数效应，从而货币供给量增减的规模也有所不同。

贴现政策

贴现政策（discount policy）是指货币当局通过变动自己对商业银行所持票据再贴现的再贴现率（rediscount rate）来影响贷款的数量和基础货币量的政策。

再贴现率变动影响商业银行贷款数量的机制是：贴现率提高，商业银行从中央银行借款的成本随之提高，它们会相应减少贷款数量；贴现率下降，意味着商业银行从中央银行的借款成本降低，则会产生鼓励商业银行扩大贷款的作用。但是如果同时存在更强劲的制约因素，如过高的利润预期或对经营前景毫无信心，这时利率的调节作用则是极为有限的。

法定准备率

法定准备率（legal reserve ratio）也是控制货币供给的一个重要工具，并且被认为是一个作用强烈的工具。当货币当局提高法定准备率时，商业银行一定比率的超额准备金就会转化为法定准备金，商业银行的放款能力降低，货币乘数变小，货币供应就会相应收缩；当降低法定准备率时，则出现相反的调节效果，最终会扩大货币供应量。

实行存款准备金制度是不是控制货币供给的最基本手段，有不同看法。比如，否定的见解是，制定较高的法定存款准备金率相当于对商业银行征收"储备税"，从而影响到商业银行的经营行为。实事上，当 20 世纪 30 年代强调存款准备制度的作用时，不少国家一直没有采用过这一手段；采用过这一手段的，由于其作用较为强烈，也多持谨慎态度。英国、加拿大等国实行的是零存款准备金比率制度；大多国家是保有存款准备金制度，但极少运用，而且存款准备金率通常较低。

当前，在三种调控工具中较为常用的是贴现政策和公开市场操作。贴现率政策主要是通过利率机制间接地起作用，作用温和，但难以收立竿见影之效。而且利率的作用扩及货币供给之外，不易把握它对调节货币供给的尺度。公开市场业务，对于货币当局来说，易于较灵活地运用，但它必须以存在着一个高度发展的证券市场为前提。

居民持币行为与货币供给

前面，我们是从中央银行如何调控基础货币和乘数的角度考察货币供给问题的。但这些控制工具最终还要通过微观基础即居民、企业及商业银行的反应才能起作用。

当居民普遍增加现金也即通货持有量（currency holdings）的时候，通货对活期存款的比率会提高；反之，这个比率会下降。这个通常被简称为通货比的比率与货币供给量是负相关关系。在第十二章第三节，这个比率以符号 C/D 表示。

根据市场经济国家的经验，对居民持币行为从而对通货比产生影响的因素主要有四方面：

1. 财富效应（wealth effect）。当一个人的收入或财富大量增加时，通常，他持有现金的增长速度会相对降低；反之亦然。这说明，一般情况下，通货比率与财富和收入的变动成反方向变化。

2. 预期报酬率变动的效应（effect of expected yields change）。居民持有的现金是不产生利息的，因此它们的货币报酬率为零；储蓄存款有利息收益，那就是货币报酬率大于零。假若只存在现金和储蓄存款两种金融资产，显然，储蓄存款利率变动与通货比率是负相关关系。实际上在现金和储蓄存款之外还存在其他一些资产，如国库券、企业证券等。那么，其他资产价格或收益率的变动就会迂回地影响通货比率。例如，证券或债券的收益率提高了，如果人们的现金持有量不变，而储蓄存款由于相对收益水平下降而减少，那么通货比率就会相对提高。

3. 金融危机。假若出现了银行信用不稳定的苗头，居民就会大量提取存款，通货比会因而增大。

4. 非法经济活动，要逃避法律监督，倾向于用现金进行交易。所以，非法经济活动的规模与通货比成正相关关系。

在经济生活中，有的因素作用较大，有的较小；有的暂时较大，有的暂时较小。上面没有列出的因素，如对物价变动的预期，在我们这里，对持有现金的影响就曾比较突出。但任何因素影响的大小，都需结合条件的变化进行具体分析。

企业行为与货币供给

在市场经济中，企业所有者或经营者在筹集运营资金和运用手中的货币资本进行投资或资产选择时，常常与居民遵循着共同的规则。但是，表征企业行为对货币供给影响的特点的，是它们对资本的需求，从而对贷款的需求。一般说来，这主要来自两方面：

1. 经营的扩大或收缩。经营扩大要求补充资本，补充资本的投入一般要求从补充货币资本开始。如果企业对货币资本的投入靠的是自身的积累，这不需要补充贷款；反之，则需要追加贷款。追加贷款，就不能不影响货币供给。至于企业是否要扩大经营，在成熟的市场经济中是取决于对经济形势发展和对未来收益的预期，等等。在我们这里，国有企业扩大经营，特别是扩大生产能力投资的倾向曾是十分强烈的，而所需资金则过分依赖银行贷款，这属于体制上的原因。但无论是什么原因，对贷款需求的压力加大，也就意味着对货币供给的压力加大。

假设缺乏经营积极性成为某一时期企业行为的普遍特点，那时，再低的利息率也往往不能刺激对贷款的需求，货币供给也就缺乏扩大的基础。

2. 经营效益的高低。一般说来，不管是由于经营管理不善，还是整个经济比例、结构有问题，都会造成资金周转率降低。信贷资金占用时间延长，在相同的产出水准下会相对增加对贷款的需求并从而增加货币供应量；反之则会减小对于增加货币供应量的压力。经营效益不好，以致出现亏损，企业不得不采取减缩经营乃至破产清理行为，那就会勾销一部分贷款，从而相应收缩一部分货币供给。如果企业行为并非如此，而是仍然亏损经营，并且还要保持职工的收入水平，那就要在产出状况不佳的状况下，继续要求得到贷款支持，其结果则是货币供给不得不被迫增加。

存款货币银行行为与货币供给

一般情况下，银行对货币供给的影响主要靠两种行为：一是调节超额准备金（excess reserves）的比率；二是调节向中央银行借款的规模。

银行的准备金是基础货币，其中超过中央银行法定准备率规定的金额，是银行还没有依据它发放贷款的部分，因而没有存款货币的创造。第十二章第二节已经论述了这样的关系：在准备金总额不变时，银行保有超额准备金越多，货币乘数就越小，相应地，货币供应量也越小；如果银行减少了超额准备金的保有数量，货币乘数会变大，货币供给也相应增加。

任何体制下的存款货币银行，在中央银行的准备金存款均有超法定比率部分，问题只是为什么有时要增加超额准备金，有时却要减少超额准备金。在市场经济中，主要动机有两个：一个是成本和收益动机；另一个是风险规避动机。

通常情况下，商业银行在中央银行的准备存款是没有利息的，而一笔资金用于贷款或证券投资则能获得收入。所以，保有超额准备金则等于放弃收入，这就是超额准备金的机会成本。从这点出发，商业银行总是力求把超额准备金压低到

最小限度。在发达的工业化国家中，银行通常把超额准备保持在1个百分点之下。如果银行保有的超额准备金也能得到一定的利息收入，那么银行要考虑的当然就是放弃运用的损失与不运用的收益这两者的对比。如我国准备存款不只有利息，而且在很长期间利率相当高，从而存款货币银行就有可能选择保持大量的超额准备金。这些就属于成本收益动机的问题。

所谓风险规避动机，是指商业银行为了防止存款流出所可能造成的损失而采取保有超额准备金的考虑。银行在经营过程中，如果出现存款大量流出的现象，若无超额准备金，就得采取诸如出售证券、催收贷款、向中央银行借款等行动，这会增大成本或减少收益；如果存款流出规模过大又无法采取措施补充资金，还可能面临倒闭的威胁。为了避免这些情况的出现，在出现存款流出苗头时，银行则必须采取增加超额准备金的行为。这说明，超额准备金保有数量与预期存款流出量为正相关关系。预期总具有不确定性，不过不确定性有大有小。如果在某一特定时期，银行感到不确定性增大，就会增加超额准备金的保有数量；反之，也会相应地减少保有数量。不确定性系数同超额准备水平也是正相关关系。

保存超额准备的行为，不论起于何种动机，均意味着对准备存款比例的制约。关于这一比例，在第十二章第三节，是用 R/D 符号表示的。

在一个典型的市场经济体系中，商业银行向中央银行借款，会增加准备金存款，也即基础货币的数量，从而能支持更多地创造存款货币。所以，在其他条件不变时，商业银行增加中央银行借款会扩大货币供应量，减少中央银行借款会减少货币供应量。

决定商业银行向中央银行借款的行为动机也是成本收益动机，而决定成本和收益的因素则主要是市场利息率和中央银行贷款的贴现率。显然，市场利率的高低，正相关地影响从银行借款的多少；而中央银行贴现率的高低，对于商业银行借款数量的多少，则是负相关的。

商业银行向中央银行借款，影响基础货币，同时也就是中央银行向商业银行贷款影响基础货币的另一侧面，就像银行与企业在贷款增减的作用方面互为表里一样。

我国国有商业银行行为与货币供给

近几年来，由于整个经济体制改革和存款货币银行改革具有实质意义的推进，银行行为与货币供给的联系也处于具有实质意义的转折过程之中。

直到1994年、1995年，国有商业银行行为对货币供给的影响具有这样一些特点：

1. 国有银行面临强大的贷款需求压力。这一方面来自企业，特别是国有大中型企业。即使是经济效益不高甚至亏损的企业也要求追加贷款。另一方面则是来自各级政府。为了发展地方经济，地方政府经常为地方投资项目和地方企业提出贷款要求。在这两方面的压力下，银行贷款行为基本上是被动的；自主权极其微弱。而且就银行利益来说，在风险不足以威胁其命运时，扩大贷款就是扩大收益。在这样的条件下，国有商业银行并没有形成自我控制货币供给的机制。

2. 在强大的贷款需求压力下，为了扩大贷款，银行首先是从中央银行争取较大的贷款规模。“规模”是直接计划管理模式的手段，它是核准银行可以扩大贷款的最高界限。然后是努力吸收存款，特别是储蓄存款，以支持扩大贷款。两相比较，最为关键的是争取取得更多的中央银行贷款。可以说，依靠中央银行的支持来扩大自己的业务，是那时中国国有银行行为的突出特色。

中央银行下达的贷款规模和其对国有银行的贷款支持，本是对货币供给的控制器。但在贷款需求的压力下，下级行对上级行，国有商业银行对中央银行有一个非常具有特征的行为，即申请“追加”。这种被称为“倒逼机制”的追加申请对增加货币供给的作用力是极其巨大的。

3. 利率、准备金之类的调节手段没有实质性的作用。从国有银行来说，利率对其从中央银行借款起不了多大调节作用。因为它发放贷款的利率与向中央银行借款的利率都是国家直接规定的，其间的利差已经考虑了它们的利益。准备金，以及类似的备付金、专项存款等，对于国有银行的具体行为有时其作用是决定性的。但对这些比率的调整行政性色彩极浓，并没有创造出使国有银行认真考虑准备率而自行安排资金营运的机制。而且在国有银行依靠中央银行大量贷款支持的情况下，如果提高准备率，往往通过从中央银行相应地多取得一些贷款即可对消提高准备率的作用。

总的说来，在这样的情况下，国有商业银行并无内在的约束机制使其行为能对货币供给给予积极影响。

20 世纪 90 年代中期以来的改革实际上是针对上述问题逐步推进的。这包括：

(1) 改变国有商业银行对国有企业事实上存在的资金供给制关系，建造市场机制所要求的银行与企业关系。这不仅在于不断加强国有商业银行在银行业务上的自主决策权利，更重要的还在于国有企业建立现代企业制度的改革已开始了有实质意义的推进。

(2) 转变政府职能，实行政企分开，强调各级政府不得强令银行贷款。这从 1997 年开始已有明显的改变。

（3）理顺中央银行与国有商业银行的关系，先后推行了多项有利于促使和保证商业银行独立自主经营的措施。这包括下面要讲的取消规模管理和以后有关章节将分别提到的一些措施。

如此等等，使自我约束机制在国有商业银行中开始发挥作用。这突出表现在贷款的自主决策权上。1997 年开始，在信贷领域有一个突出的问题，即国有商业银行"惜贷"的问题。企业和地方政府抱怨银行，特别是国有商业银行"惜贷"——对于"应该"取得贷款的企业和项目不给予支持；银行则说"惜贷"问题并不存在——应该支持的均已贷款，得不到贷款的企业是不具备取得贷款的条件。不论谁是谁非，这一争论本身已说明国有商业银行的独立决策权已在经济生活中开始成为客观存在。也正是在这一背景下，货币供给的增长已由于国有商业银行行为而受到强有力的抑制。

改革的进程必然会有反复，但方向不会逆转，而且必将向纵深推进。可以肯定，实现国有银行行为方式受市场规律和准则调节并进而影响货币供给形成的前景，是显而易见的。

规模管理

取消"规模管理"是 1998 年的措施。但其在国有商业银行的资金管理中影响深远，还应有所了解。

在 20 世纪 80 年代末，形成了对国有商业银行实施双重控制的体制。一重控制是，国有商业银行发放贷款要依靠自己所吸收的存款，当然还可向上级行、向中央银行申请贷款支持，从原则上也还允许同业之间拆借（但在那时，同业拆借的规模很小）；另一重控制即中央银行向国有商业银行和国有商业银行上级行向下级行下达"规模"。所谓"规模"，就是指准许贷款的最大限度。

这种信贷管理双重控制方式，在通货膨胀的背景下，对于贯彻紧缩方针以控制货币供给规模，其作用是直接的、有力的。但也造成了相当普遍的规模与资金的矛盾：有信贷计划批下来的贷款规模、无贷款资金；或有贷款资金而无贷款规模。在不同地区的资金拆借中，实际上也很难恰好使多余的规模找到必要的资金，或多余的资金恰好可以投放到有多余规模的地方去。其结果不利于信贷资金的充分运用。

随着多种金融机构、多种融资渠道的发展，这种仅仅针对国有商业银行贷款的限额管理制度，日益显现其缺陷。从 1998 年起，中国人民银行决定取消对国有商业银行贷款限额的控制。在实行资产负债比例管理和风险管理的基础上，采用新的管理体制，即计划指导、自求平衡、比例管理、间接调控。这里的"计

划”已不再具有指令特点，它是作为中央银行宏观调控的监测目标，供各家商业银行执行自编资金计划时参考。

乘数公式的再说明

在第十二章第三节引述了这样的公式：

$$M_S = m \cdot B \tag{12·11}$$

$$m = \frac{\frac{C}{D} + 1}{\frac{C}{D} + \frac{R}{D}} \tag{12·13}$$

在那里，对 B、C/D 和 R/D 这三者没有作进一步的解释。本节分析了中央银行在调控货币供给方面的行为，分别分析了居民行为、企业行为和存款货币银行行为与货币供给的关系，这就可使货币供给如何确定的机制从宏观与微观统一的角度得到进一步说明。那就是：

B（也常用符号 H 表示）取决于中央银行根据货币供给的意向而对公开市场业务、贴现率和法定准备率的运用。同时，存款货币银行向中央银行的借款行为也对 B 的决定起作用。

C/D 也即通货与存款比率，取决于居民、企业的持币行为。

R/D 是由法定准备率 r_d 和超额准备率 e 两者构成，特别是其中的 e，取决于存款货币银行的行为。企业行为既有力地作用于 R/D，也间接影响 B 的形成。

中央银行保证流动性的职责与货币供给

在第十章曾提到，中央银行作为银行的银行，承担着保证商业银行等金融机构流动性的职责，即中央银行作为最后贷款人，在商业银行和其他金融机构发生流动性危机、支付危机时对它们提供资金支持。在早期，主要通过办理票据再贴现、再抵押的方式，在特别需要时，也采取直接提供贷款的方式，但基本上都是作为最后保证手段并且是不经常采用的手段。

在现代经济中，中央银行保证流动性的职责已经与它调节流通中货币供给的日常业务活动不可分割。通过对中央银行资产负债表的分析可以看出，发达国家中央银行通过采取以公开市场业务为主、再贴现为辅的方式，在满足商业银行流动性需求的同时也实现了基础货币的投放与货币供给的补充。

第三节 外生变量还是内生变量

外生变量还是内生变量

关于货币当局与货币供给数量变动之间的关系，前面已经有所讨论。现在作更为概括的考察。通常，经济学家们总是用“货币供给究竟是外生变量还是内生变量”这样的命题来判断人们对货币当局与货币供给之间存在着怎样关系的看法。

外生变量（exogenous variable）和内生变量（endogenous variable），是典型的计量经济学语言。如果说“货币供给是外生变量”，其含义是：货币供给这个变量并不是由经济因素，如收入、储蓄、投资、消费等因素所决定的，而是由货币当局的货币政策决定的。如果说“货币供给是内生变量”，就是说，货币供给的变动，货币当局的操作起不了决定性的作用，起决定作用的是经济体系中实际变量以及微观主体的经济行为等因素。

货币供给的内生性或外生性问题，是货币理论研究中具有较强政策含义的一个问题。如果认定货币供给是内生变量，那就等于说，货币供给总是要被动地决定于客观经济过程，而货币当局并不能有效地控制其变动，自然，货币政策的调节作用，特别是以货币供给变动为操作指标的调节作用，有很大的局限性。如果肯定地认为货币供给是外生变量，则无异于说，货币当局能够有效地通过对货币供给的调节影响经济进程。

关于货币供给能不能控制的问题，在中国也同样存在，当然有自己的表达特色。例如，存在着关于现金发行能不能控制的争论。一种意见是，对现金发行与信贷投放从管理体制上划开，将现金发行数量的决定权交给某一有权威性的机构严格管理，现金超速增长问题就会迎刃而解。相反的意见是，现金发行和信贷投放根本不可能脱钩，从而其数量不可能简单地用行政方法控制住。这一争论往往也用“内生”与“外生”来加以概括。再如，是否存在着信贷供应的“倒逼机制”是另一个例子。一种见解是，企业的贷款需求总是迫使商业银行被动地增加贷款供应。中央银行在企业和商业银行贷款需求的压力下又不得不实行松动的、迁就性的货币政策，结果就会出现货币供给被动地适应货币需求的现象。显然，这种见解实质上是确认货币供给是内生变量。反对的见解认为，中央银行有足够的权威和手段控制信贷扩张或货币供给，倒逼机制纵然应予承认，但也不应对之估计为决定作用。显然，这种见解则是典型的货币供给外生变量论。

货币主义的外生变量论及相反的意见

弗里德曼是倡言货币供给外生变量论的典型代表。他认为：货币供给方程中的三个主要因素——高能货币 H、存款与准备比率 D/R 和存款与通货比率 D/C，虽然分别决定于货币当局的行为、商业银行的行为和公众的行为，但其中，中央银行能够直接决定 H，而 H 对于 D/R 和 D/C 有决定性影响。也就是说，货币当局只要控制或变动 H，就必然能在影响 D/R 和 D/C 的同时决定货币供给量的变动。在这种情况下，货币供给无疑是外生变量。

反对弗里德曼货币供给外生变量论的人们，如后凯恩斯主义流派的代表人物J.托宾则认为，弗里德曼对于货币供给方程式的解释是不能成立的。他们认为，对于货币供给与高能货币，与D/C，和与D/R这三方面的关系不应简单化视之。这三个变量及其决定因素之间存在着交叉影响关系，特别是后两个变量，即D/C和D/R，常常随经济环境的变化而变动，因而不应被当成货币供给方程式中的固定参数。他们指出，从实际经济运行资料看，D/C并不是始终处于稳定的状态，而常常出现的是周期波动现象。至于D/R的变动，他们认为，商业银行行为的独立作用很明显。商业银行以安全、盈利和保持流动性为经营原则，因而，盈利率与风险偏好程度以及与此相关的利率结构，是商业银行超额储备比率变动的重要决定因素。特别是在经济波动时期，D/R的变动，同高能货币之间往往具有明显的反向变动关系。当然，他们也并不完全否认货币当局通过调节高能货币对货币供给的控制作用。

中国货币供给的内生性与外生性问题

在现行体制条件下，中国的货币供给到底是内生变量还是外生变量？能否说中国的货币供给既是内生变量又是外生变量？

是内生变量还是外生变量，在中国是直接从货币供给能否由中央银行有效控制这一角度提出的。主要的观点上面已经介绍，这里再进一步作些说明。

认为货币供给可由中央银行有效控制的观点，其论据有：

——经济体系中的全部货币都是从银行流出的，从本源上说，都是由中央银行资产负债业务决定的，只要控制住每年新增贷款的数量，货币供应的总闸门就可以把牢。

——中国的中央银行不是没有控制货币供给增长的有效手段，而是没有利用好这个手段，如果不论来自各方的压力多么强大，中央银行始终不渝地按照稳定通货、稳定物价的政策严格掌握信贷计划，那么，货币供给就不会增长过快，等等。

无疑，这是较为明确的货币供给外生论观点。

认为货币供给不能由中央银行决定的观点也很普遍，但并非反对外生论。比如有一种意见从“究竟谁是货币当局”这个角度提出问题，认为在中国目前条件下，中央银行没有独立的决策地位，货币紧缩或松动大都是由更高的决策层做出的。因而，只能认为货币政策的执行权在中央银行，而决策权并不在中央银行。这种观点实际上是从另一角度肯定货币供给的外生论。因为他们肯定，是真实经济活动之外或模型以外的因素——不过是高于中央银行的决策层——在决定货币供给。

前面曾经提到的“倒逼机制”的论点，可视为内生变量论。这种论点认为，在中国现行体制下，货币供给往往是被动地适应货币需求，中央银行很难实施各项既定的货币调节方案。对此，上面已经简单说明，这里再稍加剖析。

首先是企业部门的利益。企业，特别是大中型国有企业的利益主要表现为：从国有银行取得贷款，维持和扩大生产运营，以实现预期任务和盈利目标。本来，按照市场经济的一般原则，银行在发放贷款时首先要选择贷款对象，对那些经济效益好、信誉佳的企业发放或优先安排贷款；对效益差甚至亏损或信誉不好的企业限制乃至停止发放贷款。但在实际上难以全面执行破产法的情况下，企业不论效益、信誉状况如何，都必须给予贷款。

其次是地方政府的压力。对于各个地方政府来说，尽快地发展本地区经济，扩大生产规模，增加就业，已成为普遍的行为特征，甚至包括使一些落后的、效益差的企业维持生存。这些不仅关系到本地区的财政收支，而且关系到本地区的社会安定和政治安定。而实现这些要求，银行贷款的支持是极其重要的方面。因而银行也必然要受到来自地方政府的强大压力。虽然银行在资金、行政乃至人事上自成系统，但经营、生活于一个地区之内，也不能不考虑维护地方的利益。

还有职工个人的利益也在货币供给倒逼机制中发生作用。按企业收入分配的一般原则，职工工资收入应是一个可以由企业经营状况决定的变量：企业经营状况好些，职工工资性收入就可以增长得快些；企业经营状况变差时，职工工资性收入就应该停止增长甚至下降。但事实上存在着追求职工收入尽可能最大化的倾向。而且企业即使经营不善甚至亏损，也要保证工资和奖金的发放。这是具有刚性的个人利益通过国有企业对国有银行的资金依赖迫使货币供给增长的典型机制。

企业、地方政府和个人对各自利益的追求形成了一种合力——偏好经济增长和收入增长的合力，该合力直接影响货币供给的增长速度。而对于这种合力，中央银行本身是难以左右的。很明显，这种机制说明，货币供给的变动事实上是内

生的。

自20世纪末以来，这些情况均已发生或必将发生实质性的演变。倒逼机制不过是历史上一个特定阶段的事例。在新的条件下，如何分析货币供给的内生性问题，需作进一步的讨论。

能否既视为内生变量又视为外生变量

那么，货币供给能否既视为内生变量，又视为外生变量呢？按照计量经济学的规定，一个变量在一个理论模型中不能既作为内生变量，又作为外生变量。如果要将货币供给的决定机制简化为一个理论模型，似乎也应当受排他律的支配：或认为货币供给是内生变量，或认为货币供给是外生变量。至于要说明问题本身的复杂性，应采用另外的表达方式。

第四节 “超额”货币及其反映的规律

引起关注的超额货币现象

改革开放以来，我国以 $M2$ 衡量的货币增长速度经常高达30%以上，超过经济增长速度与通货膨胀率之和，即 $\dot{M} > \dot{Y} + \dot{P}$。如图14—1：

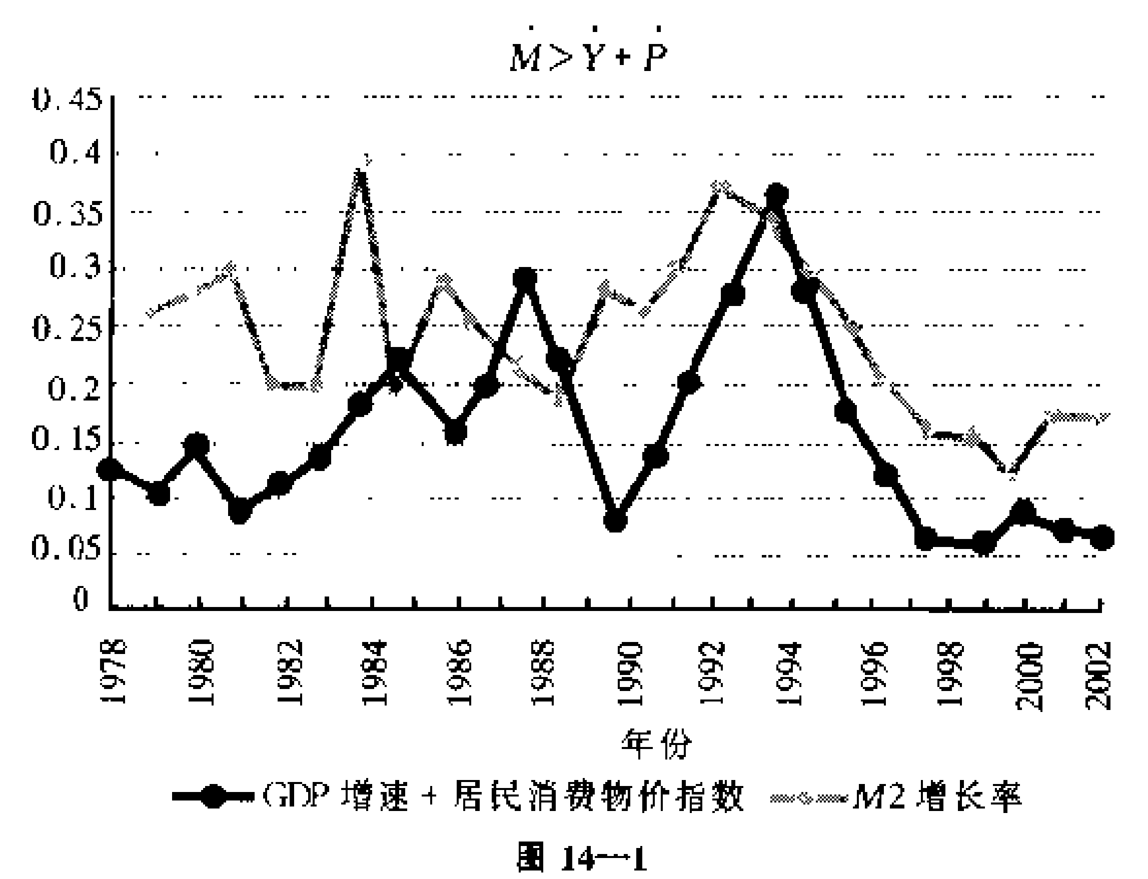


图14—1

资料来源：《新中国五十年统计资料汇编》，北京，中国统计出版社，1999。

当人们用 $\dot{M}=\dot{Y}+\dot{P}$ 的货币需求函数式作为货币供给是否符合货币需求的标准时，$\dot{M}>\dot{Y}+\dot{P}$ 当然就意味着有一部分货币供给是超过货币需求的。这往往被人们称为“超额”货币现象，引起了广泛的关注。

其实，在国内外的学术界和宏观货币调控部门，对于判断货币供给是多是少，都有一个非常执着的思路。那就是把自己论证的货币需求理论模型作为标准：如果货币供给多于根据这个货币需求函数所计算出来的量，意味着有了超额货币；如果货币供给少于这个量，则意味着相应的货币“失踪”。进入理论思维境界，这样思考问题是自然而然的逻辑。

比如，在 1974 年以前，美国 $M1$ 的实际货币供给量与采用他们论证的货币需求函数所预测的值相当吻合。然而，自 1974 年开始，实际的货币供给量总是小于经济学家用货币需求函数预测的量。只要肯定预测值有理论和实证的根据，那就意味着本来应该供给的货币量中有一部分“失踪”了。当时就有人把这部分货币称之为“the missing money”。既然怀疑失踪，那就应该去寻找被错误地排除在货币定义之外而实际却在起货币作用的金融工具。当然，也同时会考虑到，作为衡量标准的货币需求函数，是否需要增添什么新的变量。

类似的研究，很难期望在短期内有什么直接的理论建树，但无疑会有利于推进货币理论建设和政策的改进。

破解货币超额的种种思路

关于超额货币问题，自改革开放不久，即不断有所探讨。思考的角度和说法甚多，大体有以下一些：

——认为我国对价格指数的统计偏低，即公布的 $\dot{Y}$ 低估了；认为地下经济没有估计到 GDP 之内，从而公布的 $\dot{Y}$ 低估了，等等。

如果确实是低估了 $\dot{Y}$ 和 $\dot{P}$，那么 $\dot{M}=\dot{Y}+\dot{P}$ 就有可能变成 $\dot{M}>\dot{Y}+\dot{P}$。不过，用统计数字考察短期的偏离，或许有意义；要使作持续 20 多年的考察，则难以成立。

——过去的计划体制，经济商品化的程度偏低。改革开放，原来的自然经济部分迅速商品化。这样，除了经济的一般增长从而相应需要增加货币供给之外，还有一个原来不要货币为之服务的部分需要有货币供给。商品化程度通常用货币化率，也即货币供给对 GDP 的比值（关于我国的货币化率，在第二十二章讲述）间接表示。因而提出了这样的见解：货币化率提高了，那么 $\dot{Y}$ 加 $\dot{P}$，再加上货

币化率的提高，可以解释超额货币的存在。

在改革开放后的前十来年，经济商品化的进程较快，用商品货币化程度的提高来解说 $\dot{M}>\dot{Y}+\dot{P}$ 的现象，是有一定说服力的。但要用来解说今天依然存在的 $\dot{M}>\dot{Y}+\dot{P}$ 现象，则没有多大说服力了。

——认为世界各国，在发展过程中，多有货币超额现象。尔后随着金融资产多样化，超额货币现象逐步消失。

随着金融资产多样化，对货币这种单一的金融资产的需求将会相对减少，这个规律对于今后的中国也会起作用。但中国的超额货币问题，却是在金融资产基本只有货币这一种形态时开始出现的。单一的货币对应商品世界，为何前者的增长速度要快于后者——这种说法未予解释。

——超额货币的存在，是由于货币流通速度的减缓。

货币流通速度，这是一个取决于许许多多因素，从而极难解释清楚的变量。改革开放开始后的几年，曾有过调查研究，但极难量化。实事上，平时讲的货币流通速度，不过是 GDP 除以货币供给量的比值。显然，用一个本身需要解释的变量去解释一种有待说明的现象，是不会有什么结果的。我们现在使用的模型 $\dot{M}=\dot{Y}+\dot{P}-\dot{V}$，其中的货币流通速度只是一个调节变量。

一个简单模型——个人收入与货币余额

先分析一个简单的模型。

1. 假定某个人有稳定的工资收入。每月月初获得货币收入 Y，到月底花完，并且支出是均匀的；没有支出的部分全部以货币形式持有，以 M 表示。则可以把他持有货币余额变化以图 14—2 描述。

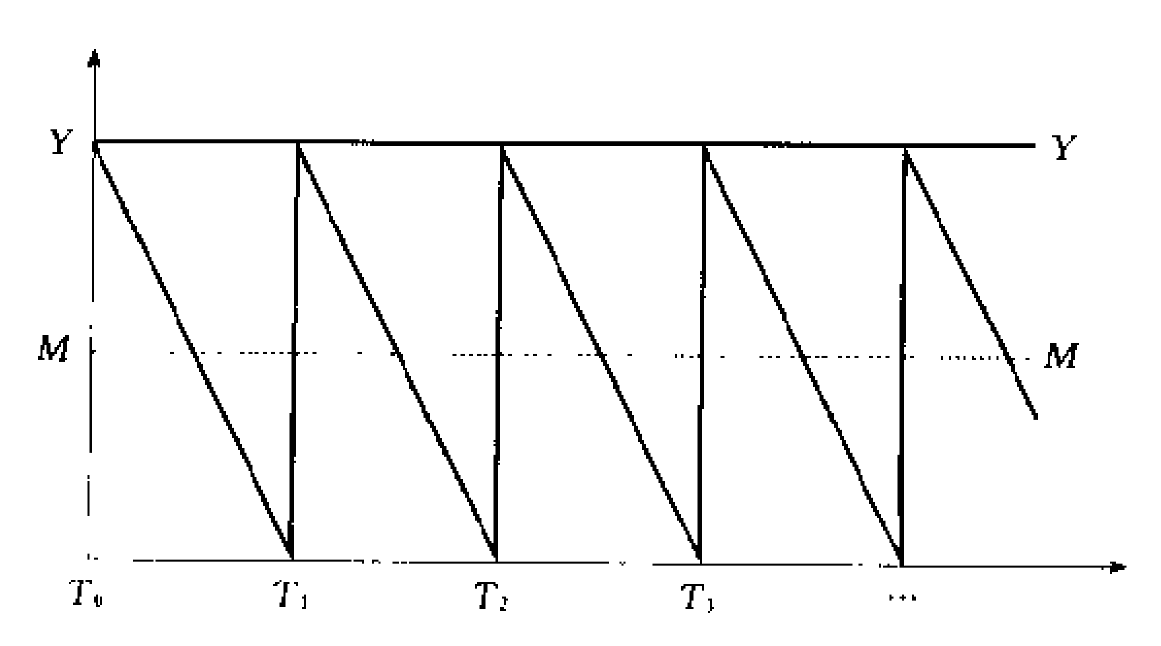


图 14—2

在时点 T_0、T_1、T_2、T_3 上，这个人获得货币收入 Y，持有的货币余额为 Y；在随后的期间内均匀地支出，到下一次收入之前，恰好全部用光，持有的货币降为零。在这种状况下，他平均持有的货币余额为 $Y/2$，MM 为持有货币余额的趋势线。如图，可以看出，如果货币收入水平既定，获得货币收入的时间频率已知，货币储蓄率为零，平均持有的货币余额是一个常数，在这个例子中是 $Y/2$。

2. 如果在上述假设中修改一条，即并不是把全部收入花光，而是要把收入中的一个稳定的比例以货币形态储蓄起来，设储蓄额为 s，那么如图 14—3：该人持有的货币余额在时点 T_0 上有收入 Y，到时点 T_1 上持有的货币余额为 $Y+s$，到时点 T_2 上持有的货币余额为 $Y+2s$，到时点 T_{n-1} 上持有的货币余额为 $Y+(n-1)s$，到时点 T_n 上持有的货币余额为 $Y+ns$。而平均的货币余额为向右上方倾斜的货币趋势线 MM，比 Y 与 $Y+ns$ 的连线低 $(Y-s)/2$。至于收入的趋势线 YY 仍是水平线。MM 线穿过 YY 线，二者相交。在交点之前 $M<Y$，之后则是 $M>Y$。

就图直观来看，会得出一个颇为有趣的判断：当收入不变，每期的储蓄额不变，则货币增长率的变化趋势可用这样一个算式表示：$[(Y-s)/2+ns]/[(Y-s)/2+(n-1)s]$。显然，$n$ 愈大，这个比值愈小——趋近于零。

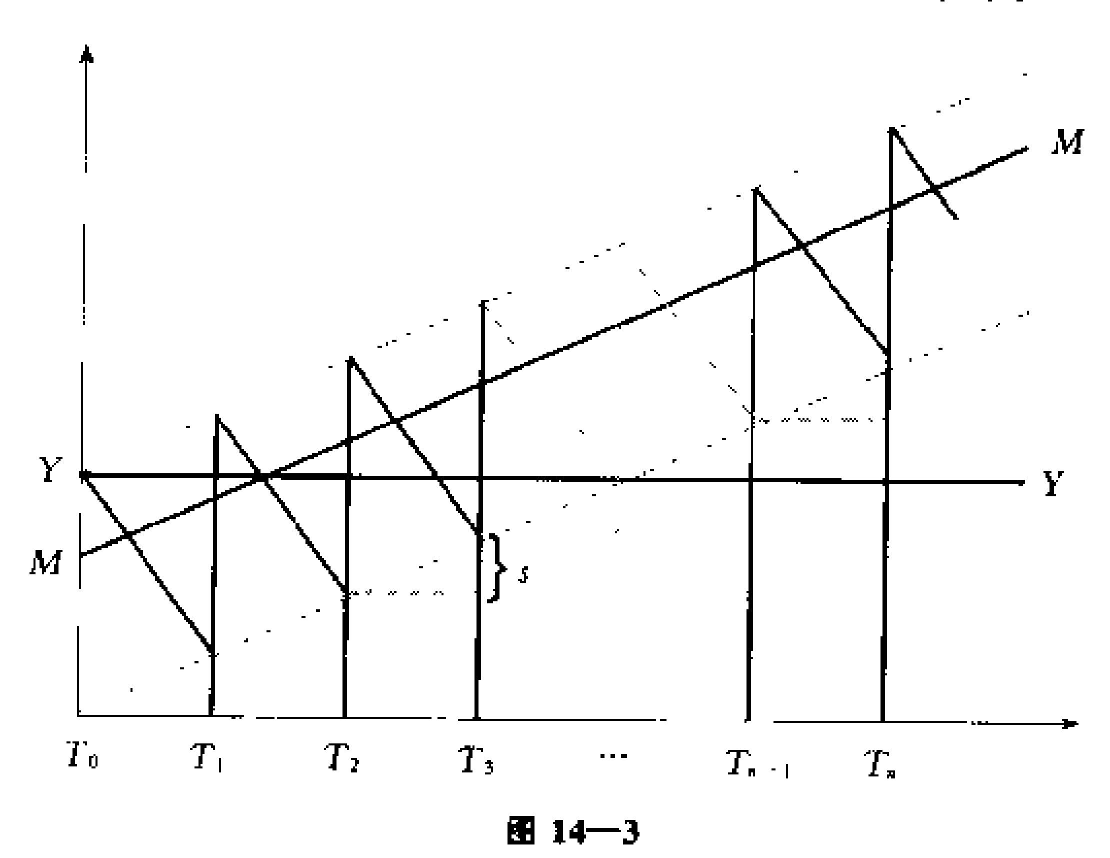


图 14—3

3. 设收入增长，且存在货币储蓄，按照以上的思路，可以推出这样的结论：(1) 货币量增长率高于收入增长率。收入是名义的货币量，名义收入增长率等于实际收入增长率加通货膨胀率。从而有货币量增长率高于实际收入增长率与通货

膨胀率之和。(2) 随着时间推移，货币量增速逐渐下降，下降速度逐渐减慢，增速的极限值为收入增长率。

就这个模型来归纳，货币量的增长速度超过实际收入增长速度与通货膨胀率之和这种现象的存在，也即超额货币存在，在一定阶段，是必然现象；但过程本身也同时包含着超额货币将会消失的必然性。

模型的根据和扩展

上述模型的抽象推导，有货币的基本原理作支撑：货币需求与货币供给之间的数量关系，不仅是货币作为交易媒介的供求关系，而且还是货币作为价值储存和金融资产积累的关系。作为交易的媒介，不断收付，是现实流通的货币。随着经济的发展，其需求规模会逐步扩大。但今年在流通中积极起作用的货币，也是去年在流通中积极起作用的货币，而且明年还会在流通中积极起作用。因而其增加幅度直接受制约于经济增长率。而作为金融资产积累的货币，却是暂不流通的货币。于是新的货币积累不断加到原有的货币积累上面，越积越多，可以大大快于经济增长率。当金融资产处于货币单一形式时，这样的现象就是不可避免的。

既然上述模型有经济生活的根据，反映经济生活的规律，那就可以加以扩展：由个人的收入扩展为国内生产总值 GDP，由个人的货币储蓄率扩展为社会的货币储蓄率，由个人持有货币余额扩展为某一时点的货币总量，由个人持有货币的增长率扩展为货币总量的增长率。简言之，上述模型的论断可用于解释货币总量与经济总量的关系：

当金融资产处于货币单一形式时，货币增长率总是高于经济增长率加通货膨胀率之和。但高出的幅度，将趋于下降，其极限位置就是经济增长率加通货膨胀率。在这一过程中，开始的阶段，超额货币现象出现；而随着货币增长率越来越逼近极限位置，超额货币将趋于消失。

我国金融资产积累的特点与超额货币

我国资金配置格局的基本特点是通过银行融资的主渠道，以货币、贷款为主要金融工具，将住户部门的储蓄配置给企业部门使用，以住户高储蓄支持企业部门的高投资。在这样的格局下，我国的金融资产积累过程可以概括为：增量货币以信贷方式通过企业部门注入经济；货币之退出现实的流通，则主要是通过住户部门积累金融资产。增量货币通过企业部门向银行借款创造出来，这是增量货币创造和注入经济的源头。增量货币经过收入—分配—支出等一系列环节之后，从借入货币的企业流向各个经济部门，从收入分配角度看，多数流到了住户部门手

中。住户部门作为收入得到的货币，其中的相当部分通过货币储蓄的方式退出现实流通，转化为不流通的货币。

我国的货币储蓄率很高，是因为我国住户部门只进行储蓄而较少投资，是因为金融资产结构单一，货币的比重占绝对优势。因此，货币增长率几乎总是大于GDP的增长率与通货膨胀率之和。这个格局的扭转，需要一个过程。所以，可以预料在未来一段时间内，仍将有超额货币的存在。

然而，现在已经存在明显变化的趋势：住户部门的实物投资比重上升；金融资产中非货币资产——证券、保险、养老金等——比重上升，货币储蓄率将呈下降趋势。如果这个过程有较快的进展，我国的“超额”货币现象也有可能较快地趋于消失。假如住户部门直接投资的比重增长迅速，出现“货币失踪”也不是没有可能的。

[复习思考题]

1. 研究货币供给，首先必须弄清楚货币所包含的范围，这是题中之义。然而，现在区分货币与非货币成为一个难题。为什么？

2. 为什么要把货币供给划分为几个统计层次？划分货币供给层次的基本依据是什么？

3. 可翻阅几个国家中央银行的公报，对我国与主要发达国家所采用的货币供给口径有何异同点作些分析，并印证层次划分的依据。

4. 在市场经济国家的货币供给调控机制中，中央银行可以运用哪些工具来调控货币供给数量？哪些工具可以作用于微观行为主体对货币的需求？哪些工具可以作用于基础货币？哪些工具可以作用于乘数？

5. 能否根据本章所学原理分析一下我国商业银行行为对货币供给的影响？

6. 我国国有企业的改革过程对货币供给的影响是否有所变化？

7. 你可否举一些例子来说明居民行为对我国货币供给的现实影响？

8. 应该怎样看待货币供给的外生性和内生性问题？有关这一问题的理论判断会对政府的决策和公众的政策建议产生怎样的影响？

9. 货币需求有用于交易的与用于储存财富的区分，决定了向经济供给的货币有充分流动的和不流动的两级以及中间过渡的种种状态。明确这样的认识，对于分析货币供给的动态特征有何意义？可结合“超额”货币问题进行思考。

第十五章

财政收支、公债与货币供给

第一节　与金融紧密联系的一些财政概念

赤字的两种口径

所谓财政的赤字（deficit），最简单的界说，就是指财政支出超出财政收入的部分。但由于对政府债务收入是否计入财政收入，以及债务的清偿是否计入财政支出之中而有口径不同的赤字界说。计与不计，使赤字基本有两种口径：

广为使用的一种界定是：

财政赤字＝经常性财政支出－经常性财政收入　(15·1)

这或许应该说是过分简略的表述。经常性收入（current revenue）主要指税（tax）和费（fee，charge）的征收收入；经常性支出（current expenditure）主要指对政府、军队、文教卫生、经济建设的拨款。而在采用这类界定的国家中，不论是收入还是支出，除经常性收支项目外，还

包括一些其他项目。但所有项目有一个共同特点，即不以“归还”和“付息”为条件。

中国等少数国家曾采用的赤字概念则是把政府的借债也视为财政收入，即：

财政赤字=（经常性财政支出+债务还本付息支出）
　　－（经常性财政收入+债务收入）　(15·2)

从财政赤字的界说可以看出，是不是将政府负债算做收入，在统计赤字时会产生巨大的数额差别。苏联把公债列为正常财政收入而不作为弥补赤字的来源，所以从其战后的统计数字看，几乎年年有财政结余；但如果把公债发行从收入中扣除，则存在连年的赤字。西方发达资本主义国家，对债务的处理也不尽相同。美国一向把公债收入作为弥补赤字的来源；日本则把公债分为建设公债和赤字公债，仅将赤字公债作为弥补赤字的来源。

IMF的口径——国际交往中通用的口径

IMF编制的《政府财政统计年鉴》把举债和弥补赤字联系在一起。该年鉴所说的赤字口径如下：

财政赤字=（财政支出+净增贷款）－（财政收入+补助总额）(15·3)

财政收入包括税收和非税的各种传统财政收入项目以及出售固定资产和股票等资本性收入（capital revenue)；补助（grant）则指来自国内外的无偿补助收入。财政支出包括行政、国防、文教卫生、社会福利、经济服务、对国内外的补助等传统支出项目以及获取固定资产和股票等资本性支出（capital expenditure)，净增贷款指本期对国内外提供的贷款数额与贷款回收数额之间的差额。

中国赤字口径的演变

20世纪中建国之初，我们使用的赤字概念同国际通用的概念一致。1950年发行人民胜利折实公债，目的就是为了弥补财政赤字。后来，引进了苏联计划经济体制的概念，把借债列入财政收入，而后再计算出来的差额才是赤字或结余。1954年开始发行经济建设公债，公债收入即列入预算收入，相应地把公债的还本付息列为支出。同样，外债收入也列入预算收入，外债的还本付息列为支出。这种把借债（不包括向银行的借款）视同收入，债务的还本付息列为支出的做法一直延续到1994年。从抽象道理上说，既然把借入算做收入，那么，预算将永远是平衡的。

改革开放后，曾一度在沿用计划经济赤字概念的同时，也说明大体相当国际通行赤字概念的数额。如1981年发行国库券就明确是为了弥补1980年的中央财

政赤字。

1994 年实行经常性项目和建设性项目分开的复式预算，不再有并行的两个赤字概念。但我们的赤字概念同国际通行赤字概念之间仍然有差别。国际通行的口径，债务的利息支出是列入经常财政支出的，而中国则不列入。显然，这一差别会使前者赤字统计结果大于后者。

从 2000 年起，财政支出中开始包括国内外债务付息支出。我国赤字口径向国际惯例靠拢。

当然，不同的计算方法和赤字口径并不会改变财政收支的实际状况和存在的问题。

账面赤字与隐蔽赤字

形势分析，不仅要看账面的赤字（book deficit）金额，而且要看包括隐蔽赤字（hidden deficit）在内的实际赤字的大小。在我们这里，隐蔽赤字包括两个方面：一个方面是“虚收”；另一方面是应由财政安排的支出并未安排却由银行以扩大信贷途径解决的部分。

“虚收”是在改革开放以前就已存在的问题。所谓“虚收”，并不是指财政没有收入而在账面上假造收入。通常说的“虚收”，的确是实实在在的财政收入，只是从经济过程的实质来说是“虚假”的。

为了说明“虚收”，需对货币均衡——这是下一章的主题——作最简略的剖析。一方面是市场供给的源泉不断向市场提供商品、服务等各式各样的供给，这些供给或长或短将进入生产消费和生活消费；另一方面是货币供给的源泉不断向市场提供货币，它们服务于实现市场供给的流转并经过或长或短的时期从流通中注销。市场供给流与货币供给流这两者的协调配合，是均衡。假设存在这样的前提，财政收支的正常运作不会破坏均衡：财政从取得销售收入的企业和赚得工资收入的个人征税，货币从企业、个人流入财政；财政支出，同量的货币又转回企业、个人——市场上的货币量不变。在市场供给正常的背景下，均衡仍会保持。然而，多年来在我们这里存在如下的情况：一些企业，它们提供的市场供给实际是市场所不需要的或是将要按贬低的价格销售的产品，但它们可能把产品卖给流通部门并取得销售收入。有了销售收入即可支付税款，也可能径直以不合格的产品为抵押从银行取得贷款并履行了纳税义务。从财政角度看，税收收入是实实在在的货币，用以支出也不改变货币供给流的原有数量。问题是市场供给流因为有一部分不能进入流转，所以货币供给流实际偏大。这就看出，形成偏大货币流的一个中间环节就是财政的一部分收入从经济上说不真实，是“虚收”；而支出是

真的购买力，是“实支”。虚收实支的隐蔽赤字与公开赤字在性质上并无不同，都意味着财政支大于收而不得不靠扩大货币供给来弥补，从而造成货币流相对于市场供给流偏大。

财政本应负担的支出没有支出却迫使银行“代为”支出的情况也是一种隐蔽赤字。例如，不断用银行贷款填国有企业亏损窟窿的问题。国有企业的亏损，是应由财政安排支出弥补的。但在我们这里，企业的资金主要借自银行，亏损了，那就是说无法向银行还本付息。于是，国有企业亏损的主要弥补形式是银行不良债权的积累。再如，农产品收购中财政有价格补贴。从设计上说，收购的补贴由银行垫付，财政过后及时补还。但过后财政因没有资金而补还不了，于是形成特殊的“挂账”问题。这两例都是财政支出占用了银行信贷资金。要是财政把这些支出列在支出的账面上，如未列人时的财政收支平衡，则因之产生等额赤字；如未列入时的财政收人大于支出，结余相应减小或收大于支转为收不抵支；如未列入时的财政支出大于收人，赤字等额加大。

隐蔽赤字在中国一直存在，基本是导源于国有经济体制。随着市场机制的建立和企业、银行改革的深化，类似形式的隐蔽赤字问题会逐步得到解决。但这依然需要有个过程。同时，是否会有其他产生隐蔽赤字的途径，也需予以关注。

赤字不论是公开还是隐蔽，对扩大货币供给的压力，在性质上没有区别。

中央财政与地方财政对比的一般规律和中国的特点

世界上大多数国家的中央财政在财政收支中占绝大比重。在他们的著述中，若谈论财政，往往只用中央财政的数字。

而中国的地方财政无论是在收入还是支出上都占有较大比重，表 15—1 可以表明这一点。近年来增大中央财政比重的努力正使这一状况得到初步改善。但与国外许多国家相比，差距仍然很大。

表 15—1　　我国中央财政和地方财政收支的对比

年　份	财政收入			财政支出		
	总额（亿元）	中央（%）	地方（%）	总额（亿元）	中央（%）	地方（%）
1975	815.61	11.8	88.2	820.88	49.9	50.1
1980	1 159.93	24.5	75.5	1 228.83	54.3	45.7
1985	2 004.84	38.4	61.6	2 004.25	39.7	60.3
1990	2 937.10	33.8	66.2	3 083.59	32.6	67.4
1995	6 242.20	52.2	47.8	6 823.72	29.2	70.8
1996	7 407.99	49.4	50.6	7 937.55	27.1	72.9

续前表

年份	财政收入			财政支出		
	总额（亿元）	中央（%）	地方（%）	总额（亿元）	中央（%）	地方（%）
1997	8 651.14	48.9	51.1	9 233.56	27.4	72.6
1998	9 875.95	49.5	50.5	10 798.18	28.9	71.1
1999	11 444.08	51.1	48.9	13 187.67	31.5	68.5
2000	13 395.23	52.2	47.8	15 886.50	34.7	65.3
2001	16 386.04	52.4	47.6	18 902.58	30.5	69.5

注：(1) 中央、地方财政收支均为本级财政收支。
(2) 本表数字不包括国内外债务收支。
(3) 从2000年起，财政支出中包括国内外债务付息支出。
资料来源：据《中国统计年鉴（2002)》相关数据整理。

预算外及制度外

预算外（off-budget，extra budgetary）资金的性质，是指属于不纳入国家预算的一种财政性资金。严格意义上的预算外资金，应该指按国家财政制度规定不纳入国家预算的、允许地方财政部门和由预算拨款的行政事业单位自收自支的资金。

各国有各国的预算外，所包括的内容极不相同。我国预算外资金是指国家机关、事业单位和社会团体为履行或代行政府职能，依据国家法律、法规和具有法律效力的规章收取、提取和安排使用的未纳入国家财政预算管理的各种财政性资金。

目前我国的政府收入中既有预算内收入，又有预算外收入。预算外收支数额巨大（见表15—2)。

除此之外，还存在“乱收费、乱罚款、乱摊派”形成的“制度外”收入，也可以算是“预算外之外”。

目前我国正在推进的“税费改革”就是将可以改用税收形式征收的“费”改为税或并入已有的税目，以规范政府收入机制。

表15—2　我国预算外资金收支情况　单位：亿元

年份	预算外资金收入	预算外收入/财政收入	预算外资金支出	预算外支出/财政支出
1996	3 893.34	0.53	3 838.32	0.48
1997	2 826.00	0.33	2 685.54	0.29
1998	3 082.29	0.31	2 918.31	0.27
1999	3 385.17	0.30	3 139.14	0.24
2000	3 826.43	0.29	3 529.01	0.22

资料来源：根据《中国统计年鉴（2002)》整理。

预算的收支与GDP的比

从我国自身的纵向比较看，财政收入和支出占GDP的比重，在1996年之前，是逐年下降的。从国际横向比较来看，则明显偏低，既低于发达国家，也低于发展中国家。

当然，这里面存在统计口径的差异。首先，我国现行财政收支仅指预算内加上部分列收列支的预算外收入和支出；企业亏损补贴也未列收列支等等。其次，发达国家财政收入中社会保障类收入的比重较大，如美国的这一因素占20%左右，而我国至今仍未纳入预算。但同发展中国家比较可以不考虑这一因素，因为这些国家的财政收入中或者没有这部分收入或者比重很小。即使考虑这些因素，我国全部财政收支占GDP的比重仍然明显低于发达国家，并略低于周边的发展中国家。

但随着我国经济体制改革的深化，和税收征管的加强，财政收入占GDP的比重近年来有缓慢回升的趋向（见表15—3）。

表15—3　我国财政收入占GDP的比

年　份	财政收入（亿元）	GDP（亿元）	财政收入/GDP（%）
1978	1 132.26	3 624.1	31.2
1980	1 159.93	4 517.8	25.7
1985	2 004.84	8 964.4	22.4
1990	2 937.10	18 547.9	15.8
1995	6 242.20	58 478.1	10.7
1996	7 407.99	67 884.6	10.9
1997	8 651.14	74 462.6	11.6
1998	9 875.95	78 345.2	12.6
1999	11 444.08	82 067.5	13.9
2000	13 395.23	89 403.6	15.0
2001	16 386.04	95 933.3	17.1

注：从2000年起，财政支出中包括国内外债务付息支出。
资料来源：《中国统计年鉴（2002）》相关数据。

第二节　财政收支与货币供给相互联系的历史演变

在货币供给形成机制中财政曾长期占主导地位

在货币供给的形成机制中，无论中外，财政曾长期占主导地位。

现代货币制度形成之前，中国在几千年的历史中，铸币的铸造和纸币的发行，除少数阶段，都由国家垄断。原因有二：一是货币流通关系国计民生，统治者要“安天下”，确有努力使之稳定的要求；二是国家财政，包括宫廷开支，往往需要利用货币供给作为一个重要的财源。

铸币的铸造，有铸币收益，第十二章第三节在铸币税的题目下作过讨论。铸币成本低于其购买力的差额是收益。在铸币正常流通之际，这个差额极小。但铸造数量庞大，收益也颇可观。当财政亏空时，则铸造成色不足乃至重量轻或小于形制规定的铸币。这类劣币在流通中必然不能按面值流通；但财政在支出的瞬间，却是按面值使用或高估使用的。不仅铸造垄断，中国古代，山林河泽归于天子，老百姓无权染指；矿山的开采也是官家的特权。这些收入在汉代是宫廷开支的重要来源。汉初，当财政收入充裕，不必依靠铸币收入时，曾允许民间铸造。当时称之为“放铸”。但由于放铸后，劣币充斥，市场紊乱，遂很快又把铸币权收回。当然，也有铸币成本高于铸币流通价值的时候。这时，保持造币垄断权则是财政的一项支出，有时给财政构成相当沉重的负担。

至于纸制的货币符号，在第一章已经讲过。宋朝的交子、会子，在其初期阶段，是民间发展起来的流通工具，发行规模和行使地区有限。但官府很快插手。最初的名义是加强监管以保护商民的利益。但很快表明，朝廷垄断发行则完全是为了满足财政支出的需要。南宋、元代及明初的纸币流通史都是这样的性质。

在西方，上古、中古时期，纸币罕见，铸币流通则较中国发达。在它们那里，主要流通的是金银铸币，而我们则长期是铜铸币。至于白银，一直到外国银元输入之前，我国未能自己形成铸币体制。但铸币与财政的联系，中外一理。即在西方，铸币的铸造也是封建领主和城邦的事情，并与它们的财政收支不可分割地联系在一起。

如果更深一步地考察，中国朝廷垄断铸币的铸造还有“宏观调控”的目的。集我国先秦和汉初管理经济思想大成的《管子》一书，其“御轻重”之说，核心内容是要求君王对币值和价格进行调控——不单纯是追求稳定，而是要求通过操纵它们的升降变化以实现如富国强兵等政策目标。显然，不控制造币权则不可能主动选择货币投放数量的多少以及投放时机的早晚，从而也无法实现这样的政策要求。至于有关通过征收货币税可以促成“币重物轻”（即货币的购买力高、物价水平低），征收实物税可以促成“币轻物重”（即货币的购买力低、物价水平高）之类的极其精辟的论述，表明当时货币供给与财政活动的紧密联系使得理财家自然而然地要注视这两者的相关关系并思考政策上的配合和运用。

现代货币供给形成机制与国家财政联系的特点

商品生产和市场的发展要求统一、稳定的币制。自由铸造制度结束了君王为了财政目的而使铸币重量、成色难以保持稳定的弊端。在自由铸造制度形成之际，银行券已有大发展。关于银行券保证制度的立法，则大多有限制当政者通过把公债作为银行券保证等途径造成过多货币供给的约束性条款。如英国 1844 年的《皮尔条例》，即限制英格兰银行的发行保证中只能以1400万英镑的公债为度，等等。所以，建立资本主义货币制度的最重要的指导思想就是结束过去财政对货币供给形成机制的支配，并使财政只能在有限的范围内从货币供给中来弥补自己的亏空。就资本主义的财政理论来说，早期的平衡预算观点也包含着不使财政动摇币制稳定的意向。

从实践中看，现代货币供给制度的具体操作的确同财政脱了钩。在这方面，财政部门保留的部分，在大多数国家，曾是小额钞票的发行和小额硬币和硬辅币的铸造。到现在，这一部分也已大多统一在信用形成货币的机制之中。至于财政收支差额要在货币供给领域来弥补的问题，应该说，在大多数国家事实上没有实现最初的、基本予以杜绝的理想。不只是战时，在和平时期也往往如此。而且，理论研究的不断推进，说明财政与货币供给脱钩，也不见得是建立现代货币制度的必要条件。当然对此一直有颇为不同的见解。不过，在现今的世界中也有特例。如香港地区，它的货币供给从未受到来自财政方面的压力。

在比较发达的市场经济中，政府弥补财政赤字的办法不外有三种：增加税收、增发政府债券和变动基础货币。

1. 增税，通常属于紧缩措施。但从短期效应来说，它并不会直接缩减货币供给，因为，从个人、从公司征收到财政手中的货币，在弥补赤字的情况下是必然要支出的。用于购买，货币又流到公司、企业；用于转移性支出、如用于福利开支，则转移到个人。货币供给总量不变。其所以被视为紧缩性措施，是因为它会降低新投资的积极性，降低对贷款的需求，从而可能成为控制货币供给增长的因素。当然，如果增加课税所得收人的货币财政不再投出，那直接就会压缩货币供给量。

2. 用发行债券的方式来弥补预算赤字。这些债券的购买者如果是公众或商业银行，并不产生增加货币供给的效应。因为政府用债券取得货币后，流通中的货币虽以同等数额减少，但当政府将出售债券获得的货币再用于购买支出时，这些暂时退出流通的货币又会回到流通之中。其具体的过程是公众开出商业银行的支票或商业银行开出由自己支付的支票，这都使各银行在中央银行中的准备金减少。但财政支出之后，这些准备金又会恢复。准备金不变，创造货币的规模也不

会变。

不过，对于公众（包括个人和企业）的购买还要区别两种情况：一种情况是用现钞和活期存款购买，意味着 $M1$ 的相应缩减。财政用以再支出，不论用于机关、企业还是个人，通常会形成 $M1$ 的供应。这就是说，具体到 $M1$，其供给规模是不变的。另一种情况是用储蓄或定期存款购买，这意味着 $M2$ 中准货币的减少。所以，当财政支出形成 $M1$ 时，虽然按 $M2$ 计的货币供给总规模不变，但 $M1$ 的规模却增大了。这对经济生活中的市场均衡，无疑是有重要意义的。

3. 弥补赤字，往往是通过增加基础货币的方式实现的。假如，一个国家的财政部拥有发行通货的权力，那么对于预算赤字的弥补就会演变为简单的印钞机加速运转。现钞是基础货币的一部分，它的增加也就是基础货币增加。但这种情况不仅在发达国家，就是在一般发展中国家，也是少见的。

通常的情况是：财政部发行债券，中央银行直接收购。财政部用出售债券的收入支付商品、服务或其他支出。公司、企业、个人收入货币存入银行，银行则相应地增加了在中央银行的准备存款。同样的结果，也可能走的是较迂回的过程。债券出售给公司、个人或商业银行，从而造成银行准备金的减少，但这些债券或抵押或出售给中央银行，中央银行购买债券的支出又会补足了商业银行的准备金。而财政把出售债券的收入再支出，则仍然成为准备金增加的因素。

如果国库直接向中央银行借款，结果相同。

准备金的增加是基础货币的增加，它会产生倍数效应。因此，能产生明显的增加货币供给的功能。

概括地说，现代货币供给的形成机制，一方面已完全排除了国家财政对货币供给的直接操作；另一方面，国家财政对货币供给的状况依然有巨大的作用，有时甚至是决定性的。

财政与信贷处于不可分割的联系之中

在现代经济生活中，财政与信贷是货币供应总量形成的关键因素。在我国，两者之间所存在的千丝万缕的联系还牵涉到国有经济的背景。

在计划经济体制下，这些联系曾以极其简明的形式表现出来。例如，要调整利率，首先涉及工商企业各部门的利益。政府的各经济部门，作为各行业的代表，要统一计算本行业由此引起的利润额变动。调高利率，要付出较多的利息，利润额减少，因而会要求减少向财政缴纳的税利。由于利率调高，相应地银行增加收益；银行应该增加向财政缴纳的义务。这时，减少了工商企业税利上缴收入的财政，会要求银行增加向财政的缴纳义务或减少对银行提供信贷基金的支持。

反之，如利率调低，银行收益降低，会要求减少向财政的缴纳，或要求财政加大对银行信贷基金的支持。而财政则会要求因利率调低而增加收入的工商企业相应地增加向财政上缴的税利。这说明，一项利率的变化就会引起工商企业与财政、银行之间资金分配的原有格局；而单就财政和银行来说，则是此高彼低，此低彼高。正是因为这样的紧密联系，当时人们把财政与银行形容为国家的两个底下通着气的钱口袋。

在发达的市场经济条件下，就日常最“平凡”的联系来说，各级财政均在银行开户，银行代收税、费和罚款，代为汇划各种上解下拨款项；财政碰到先支后收的矛盾，银行则为其垫款，等等。这是现代经济生活中避免不了的联系。20世纪 80 年代初，我国有些财政部门人士看到巨额财政金库款项及库款调拨的在途资金成为银行资金来源时，提出财政建立自己独立的收付、解拨系统，把大量被银行占用的资金收归自己支配，以解决支大于收的困难。姑且不谈这种另立门户的做法将是社会的极大的浪费。其实在收收付付和上解下拨过程中的资金，也即构成银行资金来源的资金，在绝大多数情况下是无法用以进行财政拨款的。就如同带一笔款项从甲地飞往乙地，如果需半天路程，在这半天中有钱也不能使用一样。如果非要用，那要遵循信贷活动原则，进行信贷活动并创造货币。但走出这一步，这个财政收付系统则转化为银行；而这种转化过程进行到确信必将培育出银行之际，这个由财政自己建立的系统也必将再次独立于财政体系之外。

除去这种日常的联系，还有前面已论述的财政收支差额的解决，在现代经济生活中不能不借助于信贷的货币形成机制。这是一方面。另一方面，金融体系也事实上不断得到国家财政的强大财力支持。比如，市场经济国家也要对经济生活进行干预，执行经济政策，而其中有些只宜于通过信贷方式加以贯彻。为此，或委托适当的金融机构办理，或由国家支持创办政策性银行，等等。于是，财政必须注入相当数量的资金，而金融事业在财政的财力支持下得到了发展和丰厚的收益。再如，为了保持金融系统的稳定，财政拨出巨额资金给予救助，自 20 世纪 30 年代以来，已不是罕见的事。1997 年，日本政府为了解决住宅金融专业银行的不良债权要拨出几千亿日元的事件就是典型的例子。在此之前，法国政府对连年亏损的里昂信贷银行曾先后采取承担几百亿法郎的坏账和提供信贷损失担保等措施，则同样典型。

我国改革开放之后，财政与信贷的联系形式，在 20 世纪 80 年代中期之前，应该说变化不大。而后逐步有所变化。有些开始借鉴市场经济国家久已采用的模型。但由于国有经济的存在，仍有相当大的部分未脱出原有的轨道。例如，我国国有商业银行的不良债权问题都认为应该解决，主要的途径之一是通过提取呆账

准备金加以冲销。银行提取呆账准备金的多少直接影响到银行向财政履行缴纳义务的金额：呆账准备金提取得多，少上缴；反之，则可多上缴。由于银行上缴的金额可观，因而呆账准备金提取的规模直接就成为财政承担能力的问题。就发展来看，这类相关关系应力求减少，但总要有一个过程。

财政与信贷的紧密联系是现代经济中的必然现象。过去我们往往把这种紧密联系归之于计划经济体制，但改革开放以来的经验体会及对西方市场经济的了解，它的存在有一个极其重要的基础，那就是无论从哪种类型的经济体制来看，当代货币供给形成机制及货币运动规律都有着超越体制区别的共同的特点。

第三节　财政收支与货币供给联系的理论模型

一个最简单的理论模型——财政赤字决定现金发行量

在我国公众头脑中曾经有一个广为流行的论断：财政有赤字就得发票子。对这个判断的最简明的注释就是：财政赤字与钞票的增加发行存在着一对一的关系。

在一定条件下，这是确定无疑的。

比如，在中华人民共和国建立之前的革命根据地内，钞票发行基本上就是为了满足财政的需要。那时的战时供给大体可这样描述：（1）军火：靠从敌人方面缴获；（2）军政人员的口粮：靠在根据地征收实物形态的农业税——“公粮”；（3）必要的货币支出（如军政人员的油盐菜金，部分被服的购置，部分办公用品的购置等）：在基本没有开征货币税的情况下全要靠发行钞票解决。具体程序也很简单：由银行印制钞票并交给财政，财政用钞票向军政机关拨款，军政机关使用拨下来的钞票在市场上购买——钞票进入流通。简单加以归结，就是战争需要财政支出，财政支出只有很小部分可由财政收入抵补，从而形成赤字；赤字用向根据地银行透支的方式弥补，而在战争和极其严重的通货膨胀条件下，银行事实上吸收不了存款，从而只能用发行钞票的手段来满足。这是财政支出迫使货币供给增加的一种最简单的机制。

从历史上看，南宋至明初的钞票发行是这样的规律；辛亥革命后军阀混战时，军阀控制地区的财政和钞票发行也是这种情况。

但这一模型绝非是在任何情况下都适用的；确切地说，在现代经济生活中基本不适用。

为了分析问题的方便，在这里我们首先考察把借债算做财政收入的情况下，

如何弥补赤字的问题。假设经过最大的借债努力（如向工人、农民、职员发行债券）仍然收不抵支，从而存在赤字。是否可以压缩开支，消除赤字？如果这样的路可以走通，那就不会存在赤字问题。存在了赤字，那就是说，收入的货币满足不了开支而开支又不能压缩的情况；换个说法，没钱开支又必须开支的矛盾就是赤字。那么货币从何处来？在考虑到已经尽了借债努力的条件下，来源只有中央银行，即向中央银行借款。问题是中央银行也许提出这样的问题：财政应该组织收入以满足支出，为什么要我们中央银行拿钱？对于这种似是而非的提问可以用不讲逻辑的逻辑来回答：没钱支出而又必须立即安排支出，只有你中央银行有钱，不向你借向谁借！其实，向中央银行借款的操作是很简单的。比如说借 50 亿元，中央银行就在对财政贷款的账户上贷记 50 亿，在财政金库账户上借记 50 亿。于是国库有了 50 亿元的存款，即可安排支出。这 50 亿元的支出，通过种种途径会变成企业的存款，变成个人的储蓄，变成企业和个人手持现金。在中央银行则是准备金增加和通货发行的增加。

是否只会引起通货的增发呢？当流通只有现钞这一种形态的货币时，这是必然的，如上面讲的根据地的那种情况。当现代经济生活中已经发展有存款货币时，这种必然性就自然而然地消失了。

加进银行信用因素的模型

在发达的现代市场经济中，钞票已不是货币供给的全部。面对已经变化了的情况，上述那种财政有赤字就得发票子的论断就应修改为：赤字与货币供给的增长存在着一对一的关系。

如果说财政有赤字就得发票子的论断不能成立，那么这样修改过的论断能否成立呢？

这里，必须暂时排除不依靠货币供给机制弥补赤字的途径。如赤字靠向民间借债等方式加以解决就有可能不直接影响货币供给。假设赤字完全依靠这类途径弥补，显然赤字与货币供给不存在一对一的关系。那么，排除了类似的途径，赤字是否一定会引起货币供给发生相应的变化？

首先，必须明确，货币供给是经济生活中的一个总量指标。谈论货币供给的增减变化，如不加任何附注，都是指整个经济中货币供给总量的增减变化。所以，赤字与货币供给的增减变化是否存在一对一的关系，必须准确地理解为赤字的大小对整个经济中货币供给总量的增减变化是否存在着一对一的关系。

明确了这样的概念，可以很容易做出这样的推论：假如经济生活中不存在任何其他可以引起货币供给变动的因素，这样的判断自然可以成立。但问题是，在

现代经济生活中，决定货币供给增减的原因并不限于财政收支状况这一个因素。

上一章的分析已说明，通过信贷运作形成货币供给的机制——信贷的扩张与紧缩直接左右着货币供给的数量变化。所以，就整个经济观察，至少必须假设信贷的活动不改变已有的货币供给规模，才可以讨论：财政赤字是否必然引起货币供给等量的增加。

实际生活中，制约货币供给增减变化的还有其他因素。如国际收支的顺差和逆差，不论是由对外贸易收支，是由非贸易收支，还是由资本的流出流入所引起的，对货币供给的增减变化都是一个极其重要的因素。比如，从 1994 年年中到 1997 年年中，不少学者担心，外汇储备的急速增大会使基础货币从而使货币供给过分超常增长，反映的就是这样的问题。

所以，赤字与货币供给总量之间只有在极其特定的条件下才有可能存在一对一的关系，这个特定条件即“其他条件不变”。

如果其他条件使得供给增加了，那么由赤字所增加的货币供给，只不过是货币供给所增加的总量中的一部分；只有当这一部分在总量增大中是绝大部分时，其他因素才可忽略。但这绝非普遍的、必然的规律。

假设其他条件造成货币供给减少，在这样的条件下可出现三种情况：

（1）赤字引出的货币供给恰恰与其他条件所引起的供给减少相等，货币供给总量不变。

（2）赤字引出的货币供给还不足以补足其他条件所引起的供给的减少，货币供给总量在赤字存在的情况下也会有所收缩。

（3）赤字引出的货币供给大于其他条件所导致的货币供给的减少，货币供给总量增多，但增加部分小于赤字的金额。

上述的其他条件不论是使货币供给增大，还是使货币供给减少，都使货币供给的增减变化不会与赤字存在一对一的关系。

总之，具体问题要具体分析。企图用一个简单的模型来解释现代复杂经济生活中的货币供给，是不成立的。

第四节　国债与货币供给

国债——平衡财政收支离不开的项目

发行国债是世界各国弥补财政赤字的普遍做法，而且被认为是一种最可靠的弥补途径。财政收不抵支，需要借债，收大于支，则还债，这是规律。

但是，债务作为弥补财政赤字的来源，会随着财政赤字的增长而增长。而且，债务是要还本付息的，债务的增加也会反过来加大财政赤字。

在已经存在赤字的情况下，一般是靠发新债还旧债，而每年连续发行，每年都要还本付息。所以，财政实际可支配的债务收入，按道理讲，是当年发行额减去当年还本付息的净收入。不过，通常采用的净举债或发债净额（net financing）项目，其口径不涉及利息，即仅指当年发行额减去当年还本额的数额。至于债务的付息，通常是列入经常性支出的。

这样，就有如下的等式：

$$发债净额 = 赤字 \tag{15·4}$$

如果赤字不断增大，必然引起保持和加大净收入的压力。为此，就必须扩大发行额。未清偿债务（outstanding debt）规模随之逐年增加，自然利息支出也不断加大。

对国债观念的演变

建国以后，我国的国债发行分为三个阶段：

第一阶段是新中国刚刚建立的 1950 年。当时，经济极度困难。新解放区的税收尚需时间整顿，全国统一的税收制度也未建立；加之战争尚在继续，军费开支庞大。为了填补财政亏空，平抑市场物价，发行了总价值约为 3.02 亿元的“人民胜利折实公债”。计算单位采用的是实物标准（包括大米、面粉、白细布、煤炭等）。同时明确，是“临时举债”的性质。

第二阶段是 1954—1958 年。此时正值我国“一五”时期。在国民经济完成了恢复任务并进入大规模经济建设之际，对财政资金的需求十分巨大；但由于国民经济基础依然落后和薄弱，财政收入十分有限。为了缓解这一矛盾，我国在连续五年的时间里分五次发行了总额为35.46亿元的“国家经济建设公债”。

1958 年以后，虽然财力的需要与供给之间矛盾依然存在，而且，在连续三年的“大跃进”和随后发生的连续三年的自然灾害的形势下，这一矛盾更加突出，但中国政府却分别从 1958 年和 1959 年起先后停止了公债的举借活动。随后，中国进入了为期长达 20 年（1958—1978 年）的“既无内债，又无外债”的国债空白时期，并反复论证“既无内债，又无外债”是社会主义制度的优越性。

第三阶段是 1979 年实行改革开放政策以后。经济体制改革首先是以财政“减税让利”开始的。而减税让利的结果却是财政收入占国民收入的比重大幅度降低（由 1978 年的 37.2％下降至 1980 年的 28.3％）。但财政支出并未随之下降，财政收支连年出现赤字。为了弥补财政赤字，财政向银行透支，而同时物价

大幅上涨。1981年，财政预算又是一个赤字的预算。为此，是年1月16日，国务院颁布了《中华人民共和国国库券条例》；26日又公布了《国务院关于平衡财政收支、严格财政管理的决定》，决定发行国库券，以此来平衡财政收支，稳定市场物价。这一举措，打破了长期统治人们思想的"既无内债，又无外债"是社会主义优越性的错误观点。

改革开放20多年来，我国积极完善国债制度，国债发行额呈逐年增长的趋势（见表15—4）。

表15—4　　改革开放以来我国国债的发行情况　　单位：亿元

年　度	当年财政收支差额	国债实际发行数	国债发行比上年增长
1981	37.38	48.66	
1985	0.57	60.61	42.51%
1990	-146.49	197.23	-11.91%
1995	-581.52	1 510.80	32.81%
1996	529.56	2 126.20	40.73%
1997	582.42	2 412.00	13.44%
1998	-922.23	3 808.70	57.91%
1999	-1 743.59	4 015.00	5.42%
2000	-2 491.27	4 657.00	15.99%
2001	-2 516.54	4 884.00	4.87%
2002	3 098	5 934.00	21.50%

注：从2000年起，财政支出中包括国内外债务付息支出。

资料来源：《中国统计年鉴（2001）》、《中国人民银行统计季报》、《2002年中国货币政策执行报告》等相关数据。

"积极财政政策"与国债发行

1997年下半年，我国经济出现了总需求不足的问题。1998年第一季度，随着东南亚金融危机对我国的影响逐步明朗，外贸出口下滑，经济增长趋缓，价格水平明显趋降。经济本身提出了"扩大内需"的迫切要求。与此同时，货币政策方面的措施虽然连续、密集地使用，但产生不了扩张的效应，进一步的操作余地也已相对狭小。针对当时的经济形势，政府部门在当年8月提出了"积极财政政策"，以启动经济增长。当月，全国人大常委会决定对原预算安排做出相应调整：向国有商业银行增发1 000亿元国债，其中500亿元转借地方政府使用。从表15—4中可以看出，1998年国债发行数额较上年增幅达到57.91%。

自1998年以来，我国国债发行规模逐年增大。较之前些年来讲，国债的发行已经不再单纯是"被动地"弥补财政赤字了。国债的功能开始向"主动型"转

变，即按照市场经济的要求，主动调控宏观经济。

国家财政的或有债务

这里需要先交代一下，对于一个国家的债务与一个国家的政府所负的债务，即国家财政的债务，往往易于混淆不清。一个国家的债务包括公私所有方面的债务，而国家财政的债务应该只包括“公”的债务，不包括“私”的债务。在市场经济国家，公私比较容易分清；而对于像我国从计划经济转轨而来的经济来说，公司、企业这些在市场经济中属于私的部分，其主干部分在我们这里属于国有，因而它们的债务不可避免地会纳入国家财政的债务范围之内。自然，随着改革的不断深入，注意公私债务的区分会越来越有必要。

对于国家财政的债务，除去上面讲的诸如公债这类明确无疑的债务外，或有债务（contingent liability）日益受到重视。或有债务是一个边界相当模糊的概念。经过分析，肯定属于隐性的财政债务，如第一节讲的隐蔽赤字，是国家财政或有债务的主要部分。有些债务，就性质来说本不应属于财政的或有债务。可是基于政府的道义责任、公众的期望、政治的压力，如“安定团结”的需要等，也不得不由政府当做财政的债务来“兜底”。再加上数字的选取口径不同，采用的计量方法各异，因而国内国外对中国国家财政或有债务的估算数量有成倍的差异。

在近年的讨论中，列举的属于国家财政的或有债务大体涉及：

——应由财政弥补的国有经济的亏损累积，其相当部分表现为国有商业银行的不良债权；

——未列入财政收支的公共部门的债务，如政策性银行的金融债券；

——社会保障基金的欠账；

——粮棉收购和流通中的亏损累积，表现为在银行的“挂账”；

——从改革开放起，地方财政发债、集资尚未清理部分；

——整顿清理各种金融机构过程中，确定应由财政兜底而尚未拨款的部分，等等。

对或有债务的各种估计，通常只是指出其总额，并以相当于GDP的百分比说明其严重性。指出问题的严重性，特别指出某些或有债务依然存在恶化的趋势是完全必要的，但必须进行具体的剖析。有的或有债务是必须要求财政资金予以补偿的，有的会以不同比例要求财政资金予以补偿，有的则有可能自行化解；需要财政补偿的，有的构成现实的补偿压力，有的可以推迟，有的就是要求在一个相当长的期间逐步安排补偿的。具体的剖析对于论证或有债务对货币供给的影响

非常必要。

国际通常采用的国债发行警戒线

国债作为一种有偿性的财政收入形式，它的发行要受到诸多客观经济因素的制约，如社会的应债能力、政府的偿债能力、国民经济的承受能力等等。国际上通常采用的国债发行警戒线有如下几个：

（1）国债依存度（public debt dependency）。它衡量的是当年国债发行额占当年财政收入总额的比重。可用公式表示为：

$$\text{国债依存度}=(\text{当年净发债额}\div\text{当年财政收入总额})\times 100\% \quad (15\cdot5)$$

这一指标的国际警戒线一般是不超过20%。

（2）国债负担率（public debt-to-GDP ratio）。它衡量的是一定时期的国债累积额相当于同期GDP（或GNP）的比重。可用公式表示为：

$$\text{国债负担率}=(\text{当年国债累积额}\div\text{当年 GDP})\times 100\% \quad (15\cdot6)$$

这一指标的国际警戒线一般是不超过60%。

（3）国债偿债率（government debt-service ratio）。它衡量的是当年到期的国债还本付息额占当年财政收入总额的比重。可用公式表示为：

$$\text{国债偿债率}=\frac{\text{当年国债的还本付息支出额}}{\text{当年财政收入总额}}\times 100\% \quad (15\cdot7)$$

这一指标的国际警戒线一般不超过10%。

对国际通常采用的警戒值不应该绝对地理解。它们只是起警戒作用的一般性经验指标，并不一定与各国的具体情况吻合，特别是难以适应对各国某个特定时期国债适度规模的判断。此外，单从某一指标并不足以得出国债规模是否适度的结论，而且有时出于种种原因，各种指标之间还会出现相互矛盾的情况。

发债是财政收支作用于货币供给的主要途径

不涉及赤字弥补的各项财政收支活动，它们本身并不会引起货币供给总量的变动。例如财政征收各项税收，实际上是把货币资金从企业和个人转移到财政，然后又通过财政支出转移到企业和个人，货币供给总量并不发生变化。

不涉及中央银行资产业务的财政赤字弥补方式，也不会引起货币供给总量的变动。如上所述，如果弥补财政赤字是靠向社会公众借款，也只是通过财政的“手”从社会公众那里拿来一部分收入，再通过财政支出放回到社会，货币供给总量不变。

现代社会经济生活，弥补财政赤字的主要方式就是发行国债。国债发行虽然

并不全部直接卖给中央银行（或通过商业银行间接转到中央银行），但却是现代社会财政收支作用于货币供给的主要途径。这是因为：各国中央银行往往通过在二级市场买卖国债来吞吐货币，从而达到调控经济的目的。这就是中央银行货币政策工具之一——公开市场操作的主要内容。

发债与货币供给的相关关系

如果国债的一部分直接由中央银行承购，那就等于财政直接向中央银行借款。这立即使基础货币增加，其他条件不变，货币供给增加。

如果不允许中央银行直接承购国家债券或对承购量有严格限制，由于实施公开市场操作，购入国家债券，或通过国债抵押贷款和回购协议等方式对商业银行给予必要的资金支持，国家债券的相当部分仍会成为中央银行的资产。而与这些债券相对应，则主要是各家商业银行的准备存款和现金发行，即国际货币基金组织称之为“准备货币（reserve money）”的基础货币。基础货币的变动，则会有力地调节货币供给。

所以，在剖析国债发行对货币供给的影响时，考察它对基础货币增减变化的影响是一个极其重要的方面。当然，与之同时还要注意分析国债发行对货币供给结构的影响，主要是活动力强的那部分货币在整个货币供给中所占比重的增减变化。

另一方面，发债的确可以既弥补赤字又有可能不使货币供给增加。就逻辑的推理，这样的可能是完全可以成立的。问题是客观是否存在这样的事实。这一论断，在20世纪90年代中期，在世界上出现了赤字事实难以消灭的背景下，似乎找到了既有赤字又不加重通货膨胀压力的途径；1998年以后，中国的实践也可作为分析的依据。在这样的背景下，特别是在我国，发债的名声突然得到了“平反”。但这要求必要的客观条件，决不可以把它视为任何条件下均能轻而易举予以实现的要求。

国债是市场经济中财政与金融的主要联结点

在典型的市场经济国家，国债是财政与金融的主要联结点。

首先，财政收支作用于货币供给，主要是通过发债的途径。

其次，国债是发挥财政政策和货币政策合力作用必不可少的条件和操作手段。国债作为财政性信用工具，既能实现财政调控，又能实现金融调控：政府在国债市场上发行国债弥补财政赤字，筹集建设资金，实施财政调控；中央银行则利用国债开展公开市场业务，调节基础货币和信贷规模，进行金融调控。可见，

无论是财政政策还是货币政策，其实施过程都同国债有着不可分割的联系。国债是政府将相对独立的财政政策和货币政策有机结合、协调运用、实现宏观调控、促进经济增长的重要工具。

最后，必要的国债规模还是金融机构调剂头寸之所必需。国债由于其安全性好、流动性高，成为商业银行最适宜的二级储备。

美国国债问题的启示

美国经济从 1983 年起稳定增长，20 世纪 90 年代后进入了历史上最长的低通胀高增长阶段。对于这一阶段的分析，归因于“新经济”者居多。从理财角度，一些论者认为这主要得益于 20 世纪 80 年代里根执政后采取的以债务支撑的减税增支政策。其逻辑分析大体是：尽管这一政策引起国债规模逐步上升（联邦债务余额相当于 GDP 的比率由 20 世纪 70 年代的 27.4% 上升到 90 年代初的 47.8%），但由此产生的较高的实际经济增长却带来了政府税收收入的增加，20 世纪 90 年代中后期赤字减少，并于 1998 年在连续 19 年的赤字之后，第一次出现了 195 亿美元的财政盈余。

过去，在我国有一种相当流行的观念，认为只要打赤字，赤字就会年复一年地增大，以发行公债弥补赤字，未清偿债务余额则会越累越多，只有经济的大震荡才会结束这样的过程。第二次世界大战后世界大多数国家的长期通货膨胀提供了事实根据。然而缺乏逻辑分析，往往简单排斥其他可能的结论。美国这个国内外债务极大的国家，竟然消灭了赤字，这既对上述的好像天经地义的理论提出了挑战，也同时向所有国家的国债运作提出了挑战。

[复习思考题]

1. 试剖析国家财政收支状况对货币供给的作用，并力求尽可能全面地列出赤字作用于货币供给量的多种可能途径。

2. 是否货币供给的一部分用于弥补赤字，就必然造成货币供给超过货币需求？试作理论推导；也可结合 1998 年以来的我国经济状况进行剖析。

3. 在市场经济中，国债是如何联结财政和金融的？对这个联结环节可能发挥的作用应作怎样的估价？

4. 财政赤字若不以向中央银行借款的方式而以发行债券的方式来弥补，就绝不会造成货币供给过多吗？

5. 回顾改革开放以来我国国债的发行历程，并分析其对货币供给的影响。

6. 对于货币供给形成机制，有作财政主导型和信贷主导型区分的。如果采

用这样的区分，试比较分析它们的异同，并剖析各自的优劣。

7. 近年来，国内外时常谈论中国的“或有债务”。你认为，中国的或有债务应该如何实事求是地统计？

8. 如何估价或有债务对货币供给的影响？

9. 从保证货币稳定和经济稳定出发，无论是对赤字还是对国家的未清偿债务，在国际上都有一些警戒线。应如何评价这些警戒线的权威性和适用性？运用这些数量界限应该注意什么问题？

第十六章

货币均衡与总供求

第一节　货币均衡与非均衡

货币均衡与非均衡的含义

均衡（equilibrium）是一个由物理学引入经济学的概念。经济学引入均衡概念，一般将其用于描述市场供求的对比状态。这里提出的货币均衡与货币非均衡概念，则是用来说明货币供给与货币需求之间的关系。

货币均衡是指货币供给满足货币需求，即 $M_s = M_d$；货币非均衡是指货币供给超过或者满足不了货币需求，即 $M_s \neq M_d$。

要是把价格水平变动的因素置于视野之内，假若价格水平提高，名义收入水平提高，名义货币需求相应增加；价格水平下降，则名义货币需求相应减少。如果货币当局不相应调整名义货币供给，货币非均衡的局面就会出现。从另一个角度分析，名义货币需求的增减变化如果只是由于价格水平的波动引起的，实际货币需求并不会因之改

变。这时，如果名义货币供给量不变，当物价水平提高时，意味着实际货币供给量 M_s/P 减少；当物价水平下降时，则 M_s/P 增大。对应着并未改变的实际货币需求，同样也说明货币的非均衡。

在市场经济条件下，货币均衡和非均衡的实现过程离不开利率的作用。利率同公众的货币需求，同企业的货币需求，第十三章指出，呈负相关关系。而货币供给，从上一章的分析可知，与利率变动呈正相关关系。如图 16—1 所示，货币供求决定均衡利率水平 r_0；或者说，在均衡利率水平上，货币供给与货币需求达到均衡状态。

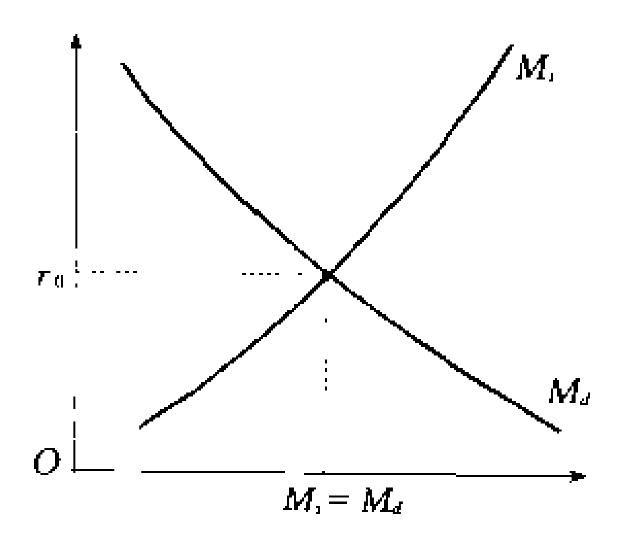


图 16—1 均衡利率下的货币供求

如果设想货币供给是外生变量，即全然是由货币当局决定的，而且，货币当局并不根据货币需求的变化调节货币供给，这样，货币供给就成了一条垂直于横轴的直线，如图 16—2。而当 M_s 是一条垂直曲线时，货币需求如果增大，利率会由 r_0 上升至 r_1；货币需求若减少，利率则会由 r_0 下降到 r_2。也就是说，货币需求只对利率有影响、但却不能通过利率机制影响货币供给。

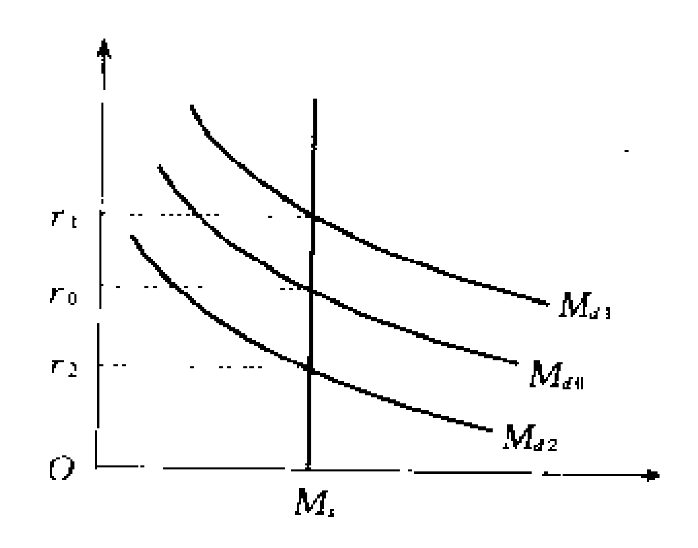


图 16—2 货币供给无弹性下的状况

中国集中计划体制下的货币供求对比状况

典型的集中计划体制是存在于 1953—1979 年这段期间，但在建立社会主义市场经济模式的进程中，这一体制的要素仍然是双重体制中继续发挥作用的一个侧面。因而，就改革开放前的典型阶段进行分析，还是有现实意义的。

这一阶段的货币供给，可以年度各项贷款增长率作为货币供给增长率的替代指标，情况如表 16—1。

表 16—1　　1953—1979 年各项贷款年增长率（%）

年度	增长	年度	增长	年度	增长
1953	24.6	1962	-15.1	1971	7.8
1954	37.1	1963	-16.7	1972	2.8
1955	10.6	1964	1.9	1973	10.8
1956	14.5	1965	11.8	1974	6.7
1957	18.6	1966	16.8	1975	8.1
1958	72.1	1967	5.4	1976	5.4
1959	67.1	1968	11.8	1977	7.9
1960	21.4	1969	6.2	1978	11.2
1961	17.1	1970	9.3	1979	10.2

资料来源：《中国金融统计（1952—1987)》。

一般的货币需求理论，收入变量 Y 总是最主要的决定因素。集中计划体制也概莫能外。至于利率，在集中计划体制下，对货币供求则起不了什么作用。这样，选取收入变量作为货币需求决定因素的代表性指标是合理的。以国民收入指标代表货币需求决定因素中的收入变量 Y，1953—1979 年这一指标的增长变动如表 16—2。

表 16—2　　1953—1979 年中国国民收入变动情况（%）

（以可比价格计算）

年度	增长	年度	增长	年度	增长
1953	14.0	1962	-6.5	1971	7.0
1954	5.8	1963	10.7	1972	2.9
1955	6.4	1964	16.5	1973	8.3
1956	14.1	1965	17.0	1974	1.1
1957	4.5	1966	17.0	1975	8.3
1958	22.0	1967	-7.2	1976	-2.7
1959	8.2	1968	-6.5	1977	7.8
1960	-1.4	1969	19.3	1978	12.3
1961	-29.7	1970	23.3	1979	7.7

资料来源：《中国金融统计（1952—1987)》。

对比两个表可以看出，在传统计划体制下，贷款增长速度超过国民收入增长速度的有 14 个年份，大体相当的有 5 年，低于收入增长速度的有 8 年；贷款的年平均增长率和国民收入的年平均增长率分别为 12.8%和 6.93%，前者快于后者几近 1 倍。

如果以 1952 年为基期，观察分别代表货币供需的国民收入和贷款这两者的增长趋势，经过 27 年，贷款增长曲线大大高于国民收入的增长曲线。可参看图 16—3。

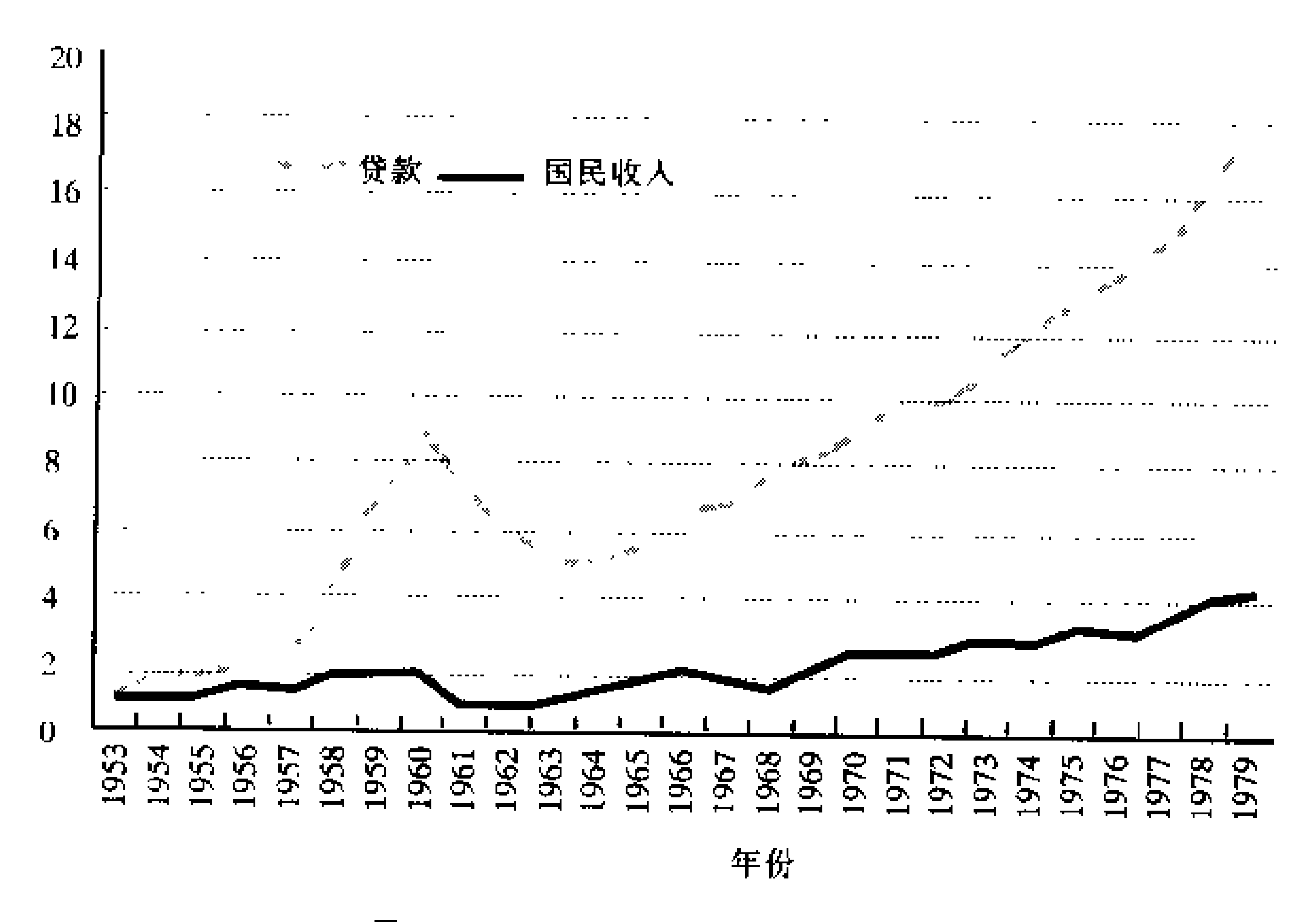


图 16—3 国民收入与贷款的增长趋势

资料来源：《中国统计年鉴（1993）》、《中国金融统计（1952—1987）》。

货币供给的增长速度快于经济整体的增长速度，是否表明货币供给大于对货币的需求？增速的比较只能提供存在这样问题的可能性，以之作为论断的决定性根据则是不充分的。复杂的实际生活，有时也提供货币供给增速较快而相对于货币需求并不过多的事例。

人们对于计划经济条件下货币供给始终过多的判断，与其说是依据统计数字，毋宁说是根据实际感受：

——在销售消费品的商店中，商品数量少，质量拉不开档次，花色品种单调。大多数品种的必要消费品，或计划供应，或限量供应，有钱也不是可以任意购买的。

——在生产品领域，不采取市场销售方式，而是按计划分配（不要误认为计划分配就是实物的无偿调拨；按计划分配的产品也有价格，也要支付货款）。可是相对于上级下达的生产、运输等任务，计划分配的原材料、零配件，或数量、或品种、或质量，往往满足不了需要。

——无论是消费品还是生产品，用西方经济学的术语，都是“卖方市场”。所谓“卖方市场”，即在交换中，买主总是处于有求于卖主的境地。而在市场经济中，买主是上帝。

——在市场经济中，货币供给过多，会由物价反映出来。集中计划体制下的价格绝大多数是官定的，钱多物少，也不准许提价。可是终归有所反映：在可以自由购买的集市，价格会上涨；计划分配的物资也存在变相的上涨价格；同时还有黑市，等等。

造成货币供给过多的微观主体行为

货币供给大于货币需求是传统计划体制下宏观经济运行的一个重要特征。之所以出现这样的趋势，主要原因不在于货币供给决策本身，而在于并不存在独立的货币供给决策过程——它只是总体经济扩张趋向的被动因素。这不只是中国经济的独有现象，在所有实行集中计划体制的国家，如苏联等国，都存在类似的问题。对此有多视角的分析。匈牙利的学者亚诺什·科尔内在其《短缺经济学》中的分析具有代表性。

特定的集中计划体制环境和高速度发展的经济扩张决策趋向，形成国有企业行为的投资饥渴（hunger for investment）和软预算约束（soft budget constraint）特征。科尔内就是通过这样的微观主体行为特征解释经济非均衡，当然也包括货币非均衡。

投资饥渴的主要表现是：(1) 在经济活动中，没有一个企业或非营利机构不想得到投资；(2) 在投资需求上，不存在饱和问题；(3) 微观主体追求投资是一个长期的、持续的、不间断的过程，这种强烈的投资饥渴源于扩张冲动，有一轮比一轮更强烈的现象；(4) 取得投资者对投资的使用效益责任不明，项目超概算、建设延期、大量的后遗症等是常见的现象。

任何一个企业都有反映自身资金来源和资金运用的平衡表。在这个表上，无论有多少个科目，结果总要由一个会计恒等式表示出来，即：

$$\text{初始货币量}+\text{产品销售收入}+\text{政府补贴和国家其他拨款}+\text{借入款}+\text{到期应收款及其利息}+\text{所有者的货币投资}$$
$$=\text{期末货币量}+\text{购买投入品支开}+\text{上缴税费}+\text{借出款}+\text{到期应付款及其利息}+\text{所有者提取利润}\qquad(16\cdot1)$$

按照这个公式，企业总收入对总支出的预算约束可以用下式表示：

本期总支出≤初始货币量＋本期总收入 (16·2)

很明显，一个经营活动正常的企业，只有满足这一不等式，才有维持正常周转和盈利的可能。

但要使这一不等式有硬化的约束力，必须具备如下的前提条件：(1) 外生价格，即无论是投入品价格，还是产出价格，对企业来说都是给定的；企业只是价格的接受者而非价格的制定者；(2) 税收制度和利润缴纳制度，对企业来说是强制的、硬性的、不可改变的；(3) 在原规模经营条件下，不存在国家追加的无偿拨款；(4) 不存在商业信用和弥补企业资金亏空之类的信用贷款；(5) 不存在其他外部的补充资金来源，等等。

在实际经济生活中，上述预算约束硬化的几个条件是交互作用的，只要其中任何一个条件可以通融，即“软化”，对企业就很难实现硬化的预算约束。

中国传统计划体制下，国有企业的实际情况是：

(1) 对绝大多数企业来说，价格的确是外生的，即大多数企业无定价权。

(2) 税收制度，在制定过程中，作为企业代表的各工业主管部门通过谈判，可施加有力的影响，制定后，一般说来还比较严格；但利润的上缴，则有较大弹性。至于拖欠税利的问题，也屡有发生。

(3) 亏损补贴由计划确定，原则上由财政拨款，其他补贴则较少；但信贷制度极“软”，确无还款能力的企业也能得到贷款，推迟还款或不履行还款义务的现象并不罕见。

由于以上情况，前面举出的不等式，对企业实际上没有多大的约束力。

在投资饥渴和软预算约束的情况下，货币供求的失衡则难以避免。对于投资扩张，有流传甚广的概括，即“基建挤财政，财政挤银行，银行发票子”。至于日常资金的短缺，事实上最后也都是由信贷途径，即扩大货币供给的途径解决。

不同经济体制下货币均衡问题表现的差异

集中计划经济体制与市场经济体制中的货币均衡和非均衡，在表现方面有明显差异。了解这种差异，对于剖析双重体制下的货币均衡问题有所帮助。

差异主要表现在以下几个方面：

1. 在集中计划体制国家，货币供求均衡问题的主要矛盾是货币供给经常偏多，而且供给过多的失衡程度可以长期保持在较严重的水平上。在市场经济中，一个阶段中可能以货币供给过多为主要面，也可能以供给不足为主要面，但其间总有供给过多与供给不足的经常交替。

2. 货币供求的均衡和非均衡，在集中计划体制国家，并不直接表现在价格和利率的变动上。由于对价格的计划管理，货币供应增长过快，并不引发明显的物价上涨，而是表现为商品供给短缺、普遍的票证配给制度、购买排队以及国家牌价与黑市价之间悬殊的价差等。至于货币供给过多，更不会引起利率下降。这不仅是由于利率也是由国家统一制定，而且还是由于没有一种有效机制能自动约束企业借入资金的强烈要求，以至不论货币供给如何扩张，相对于企业要求也不会显得过多。在市场经济条件下，如果货币供给增长速度过快，在商品市场上，是引起物价上涨；在货币资金市场上，利率下跌则是必然的。

3. 在市场经济体系中，价格、利率不仅是货币供求均衡与否的信号，而且在货币供求由失衡趋向均衡的过程中，还有调节功能。商品价格水平的变化会导致对收益预期的变化，从而引起经营规模的变化，对货币资金需求的变化，结果则会调整货币供求的对比。利率的作用更直接：高利率促使货币供给增加而抑制对货币的需求；低利率的效应则是反方向的变化。这是经济自调节的机制。在集中计划经济体系中，对于货币供求对比的调节则主要靠直接的计划方法和行政性措施。与此同时，也往往采取调整计划价格和利率的做法，不过是辅助性的。

如何衡量货币是多了还是少了

如前所述，在一个完全竞争的市场经济体系中，价格、利率可以作为衡量货币是多了还是少了的重要信号，即当市场利率水平低于均衡利率或商品价格水平偏高时，表明货币供给多于货币需求；当市场利率水平高于均衡利率或商品价格水平偏低时，表明货币供给少于货币需求。但如果进一步思考，问题也许还不这么简单。就利率来说，均衡利率究竟应是百分之几，并不能通过逻辑的推导得以解答。尽管可以根据利率的历史水平，根据利率本身的动态——是在不断地波动还是相对稳定，根据当时经济环境的状况——各方面的关系是相对协调还是相对紧张等等，凭经验进行判断。但如此做出的判断显然不具有客观权威性。仁者见仁，智者见智，难做定论。而且在利率理论中，货币供需决定说只是其中之一。同时，不论持何说法，几乎都承认，历史的、现实的诸多因素对于利率的形成均有作用。这在第四章已有所分析。所以利率状况只是判断货币是多还是少时应予以考虑的一个极其重要的方面，而不具有决定意义。就价格来说，价格反映货币供需对比的时滞有时很长，往往要经过几个月，而且在这一过程中，其他因素的变化往往会把它们之间的相互作用冲淡甚至抵消。另外，实际生活中也还有不少其他因素影响价格水平。所以，除了价格水平的波动极其剧烈从而可以据之做出货币均衡遭到破坏的结论外，幅度不大的波动，至多可以说明货币供需的对比发

生了变化，但要做出多少较为准确的判断则不大可能。

总之，衡量货币是多还是少会有不同的显示，需综合考察。仅凭借单一的信号判断均衡是否存在，很容易陷入片面性。

第二节 货币供求与市场总供求

市场总供求

最简单的表述，总供给（aggregate supply，AS）是由提供给市场的商品、服务构成。大别之为二：消费品供应和生产品供应。

总需求（aggregate demand，AD）是由指向于市场的支出构成。大别之，一是消费支出；二是投资支出。

总供求均衡的条件是：

消费支出＋投资支出＝消费品供应＋生产品供应 (16·3)

货币供给与市场总需求

市场总需求，其构成，通常归并为以下四项：(1) 消费需求 C；(2) 投资需求 I；(3) 政府支出 G；(4) 出口需求 X。设总需求为 D，则：

$$D = C + I + G + X \tag{16·4}$$

政府支出 G 可分解为投资支出和消费支出；在把国民经济作为一个封闭体系考察时，X 这个国际交流的因素也可略去。所以，可仅就投资与消费两个构成因素进行分析。

但不论如何划分，总需求的实现手段和载体是货币。而货币供给都是通过银行体系的资产业务，其中主要是贷款活动创造出来的。因此，有这样的逻辑关系：银行贷款活动调节货币供给规模，货币供给规模又直接关系到社会总需求的扩张水平。

货币供给作为载体的市场需求，其形成可基本描述如下：

——商品、服务的产出，这是总供给，依靠货币供给实现为货币收入，即与商品、服务的产出有一对一的货币供给。

——企业销售产品和提供服务所获得的货币收入1。一部分形成直接的投资需求$\frac{1}{I_1}$，一部分用于支付工资和用于向个人购入的商品、服务$\frac{1}{W}$，一部分上缴财政$\frac{1}{F_1}$，一部分形成将来支用的货币积累$\frac{1}{S_1}$，于是有：

$$1=\frac{1}{I_1}+\frac{1}{W}+\frac{1}{F_1}+\frac{1}{S_1}$$

——个人直接提供商品、服务和从工资取得的货币收入$\frac{1}{W}$，分解为消费需求$\frac{1}{C_1}$，投资需求$\frac{1}{I_2}$，上缴财政$\frac{1}{F_2}$和货币储蓄$\frac{1}{S_2}$，于是有：

$$\frac{1}{W}=\frac{1}{C_1}+\frac{1}{I_2}+\frac{1}{F_2}+\frac{1}{S_2}$$

——财政的收入$\frac{1}{F_1}+\frac{1}{F_2}$，要分解为投资需求$\frac{1}{I_3}$和消费需求$\frac{1}{C_2}$，于是有：

$$\frac{1}{F_1}+\frac{1}{F_2}=\frac{1}{I_3}+\frac{1}{C_2}$$

——企业将来支用的货币积累$\frac{1}{S_1}$和个人的货币储蓄$\frac{1}{S_2}$，当前不支用，形不成现实的社会需求，于是现实的需求不是与货币供给相当的1，而是：

$$1-\left(\frac{1}{S_1}+\frac{1}{S_2}\right)$$

——现实不支用的货币$\frac{1}{S_1}+\frac{1}{S_2}$形成银行的资金来源，银行据以相应增加贷款，从而增加货币供给，以支持金额相当于$\frac{1}{S_1}+\frac{1}{S_2}$的投资需求和消费需求$\frac{1}{I_4}+\frac{1}{C_3}$，于是现实的总需求达到1的规模：

$$\left[1-\left(\frac{1}{S_1}+\frac{1}{S_2}\right)\right]+\left(\frac{1}{I_4}+\frac{1}{C_3}\right)$$

结果是，如下因素构成规模为1的总需求：

$$\left(\frac{1}{I_1}+\frac{1}{I_2}+\frac{1}{I_3}+\frac{1}{I_4}\right)+\left(\frac{1}{C_1}+\frac{1}{C_2}+\frac{1}{C_3}\right)$$

即现实的投资与现实的消费之和。

如果这是过程的全部，显然，货币供给是适当的，由它作为载体的总需求也是适当的。因为这样的货币供给和总需求可以保证产出得以出清并充分发挥其作用。

然而可能出现另外两种情况。一种情况是企业与个人有过多的货币积累，不形成当期的需求，而又没有提供相应的补充货币供给，这则会形成总需求的不足；另一种情况是，扩大投资与提高消费的压力过强，或产生财政赤字，要求提供补充的货币供给予以弥补，或银行不得不扩大信贷，直接投放过多的货币。结果货币供给过多并从而造成总需求过旺的局面。这两种情况在我国经济中

都曾交替发生过。

市场总供给与对货币的需求

在第十三章，曾从宏观和微观两个角度分析了货币需求问题。

从宏观角度来看，一个经济体系可以最简括地划分为两个方面：商品、服务运动的方面和货币运动的方面。货币方面的任务就是保证商品、服务的实体方面正常运转。显然，经济体系中到底需要多少货币，从根本上说，取决于有多少实际资源需要货币实现其流转并完成生产、交换、分配和消费相互联系的再生产流程。这是市场总供给决定货币需求的基本理论出发点。

然而，宏观的货币需求是通过微观主体对货币的需求体现出来的。只有微观主体的货币需求才能直接引出货币供给；能否使货币供给为流通所吸纳，也取决于微观主体对货币的需求。企业有紧迫的投资需求，需要更多的货币，则往往超出收入提供的可能去争取追加的货币；反之，投资的需求较小，不那么需要货币，则收入的货币就会变为静静面对流通而不流通的货币储存。个人的消费需求，是旺盛还是疲软，对货币的需求也会引出类似的现象。当然，无论是企业的货币需求还是个人的货币需求，从总体上受制约于总供给。总供给决定收入，而收入是货币需求函数最具有决定作用的自变量。对宏观、对微观均系如此。但第十三章的分析说明，微观主体的货币需求有其独立性：对任何一个微观主体来说，相对于自己的收入，对货币的需求可能偏大，也可能偏小。因而，微观的货币需求——当然是指可以实现的货币需求，其总和在实际上并不总是等于由市场总供给决定的货币需求量。

货币均衡与市场均衡

通过以上分析，可以形成这样的认识：(1) 总供给决定货币需求，但同等的总供给可有偏大或偏小的货币需求。(2) 货币需求引出货币供给，但也绝非是等量的。(3) 货币供给成为总需求的载体，同样，同等的货币供给可有偏大或偏小的总需求。(4) 总需求的偏大、偏小，对总供给产生巨大的影响：不足，则总供给不能充分实现；过多，在一定条件下有可能推动总供给增加，但不可能由此消除差额。(5) 总需求的偏大、偏小也可以通过紧缩或扩张的政策予以调节，但单纯控制需求也难以保证实现均衡的目标。

如果以 M_s、M_d、AS、AD 分别代表货币的供与求、市场的供与求，它们的关系可表示如图 16—4。当然，它们之间的作用都是相互的，箭头不过表示其主导的方面。

由图16—4可以看出，货币均衡与市场均衡有着紧密的联系，货币均衡有助于市场均衡的实现。但是，二者之间又有明显的区别，即货币均衡并不必然意味着市场均衡。原因在于：

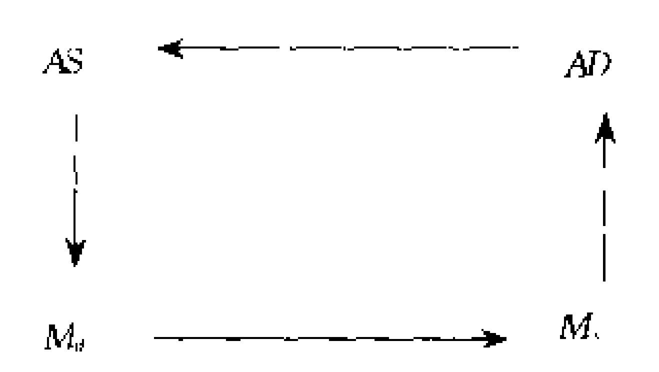


图16—4 市场供求与货币供求的关系

其一，市场需求是以货币为载体，但并非所有的货币供给都构成市场需求。满足交易需求而作为流通手段（包括流通手段的准备）的货币，即现实流通的货币形成市场需求；而作为保存价值的现实不流通的货币则不构成市场需求，或者说它是潜在的需求而不是当期的需求。这种差别可表示如下：

货币供给＝现实流通的货币＋现实不流通的货币　　(16·5)

市场需求＝现实流通的货币×货币流通速度　　(16·6)

其二，市场供给要求货币使之实现，或使之出清，因此提出对货币的需求。但这方面的货币需求也并非对货币需求的全部。对积蓄财富所需的价值保存手段则并不单纯取决于市场供给，或至少不单纯取决于当期的货币供给——用于保存财富的货币显然有很大部分是多年的积累。这种差别可表示如下：

市场供给÷货币流通速度＝对现实流通货币的需求　　(16·7)

货币需求＝对现实流通货币的需求＋对现实不流通货币的需求　(16·8)

如果简单理解，可以说市场总供需的均衡关系是与处在现实流通状态的货币的供需关系一一地对应着。但也应该注意，现实流通的货币与现实不流通的货币之间是可以而且事实上也是在不断转化的。这就意味着，现实不流通的货币量对这个均衡也有作用。所以，在思考市场均衡与货币均衡有紧密联系的命题时，必须明确它们两者之间的区别，并不断深入认识在这有所区别的两者之间所存在的种种复杂关联。

市场供求失衡与价格波动

总供给与总需求失衡的直接后果，在典型的市场经济中是物价水平的变动：如果总供给给定，则过大的总需求必将引起价格的上涨；不足的总需求则导致价

格水平的下降。而价格的升降则是使失衡的供求重新取得平衡的市场机制。

在典型的集中计划体制下，货币供给经常偏大，从而总需求经常超过总供给。由于价格的绝大部分是计划规定的，因而这种失衡并不能直接由价格表现出来，但矛盾也会促使计划价格做必要的调整。

这里分析的前提是：总供给给定。问题是总需求和货币供给对总供给有否能动的作用？

货币供给的产出效应及其扩张界限

货币供给的变动能否对实际产出水平发生影响，这是货币经济学中历来存在分歧的重大理论问题之一。

认为货币对实际产出水平不发生影响的典型理论是早期的“面纱论（money veil theory)”。“面纱论”认为，货币对于实际经济过程来说，就像罩在人脸上的面纱，它的变动除了对价格产生影响外，并不会引起诸如储蓄、投资、经济增长等实际经济部门的变动。如果说，在一定条件下，货币供给在短期内还具有增加实际产出的效应，从长时期考察，也只能增加名义产出量，而不能提高实际产出水平。

马克思在《资本论》中，曾提出“第一推动力”的说法。他认为再生产扩张的起点是企业对实际生产资料和劳动力的购买。如果企业没有掌握足够的货币，或者不存在订货刺激亦即需求的牵引，即使客观上存在可以利用的资源，再生产规模的扩张也无从实现。与“面纱论”不同，马克思对货币的估价是积极的。

在货币量能否推动实际产出的论证中，现在已被广泛认可的是联系潜在资源、可利用资源的状况进行分析的方法：(1) 只要经济体系中存在着现实可用做扩大再生产的资源，且其数量又比较充分，那么，在一定时期内增加货币供给就能够提高实际产出水平而不会推动价格总水平的上涨；(2) 待潜在资源的利用持续一段时期而且货币供给仍在继续增加后，经济中可能出现实际产出水平同价格水平都在提高的现象；(3) 当潜在资源已被充分利用但货币供给仍在继续扩张，经济体系中就会产生价格总水平上涨但实际产出水平不变的情况。这三个阶段可用图 16—5 表示。

图 16—5 中，横轴代表产出增长率，纵轴代表物价上涨率，A 和 B 两个拐点分别代表由货币供给增加形成的产出率和物价上涨率不同组合阶段的界限。A 是货币供给只具有实际产出效应而无物价上涨效应的临界点；B 是货币供给增加既有实际产出效应又有物价上涨效应阶段的终点，也是货币供给增加只具有物价效应而无实际产出效应阶段的起点。

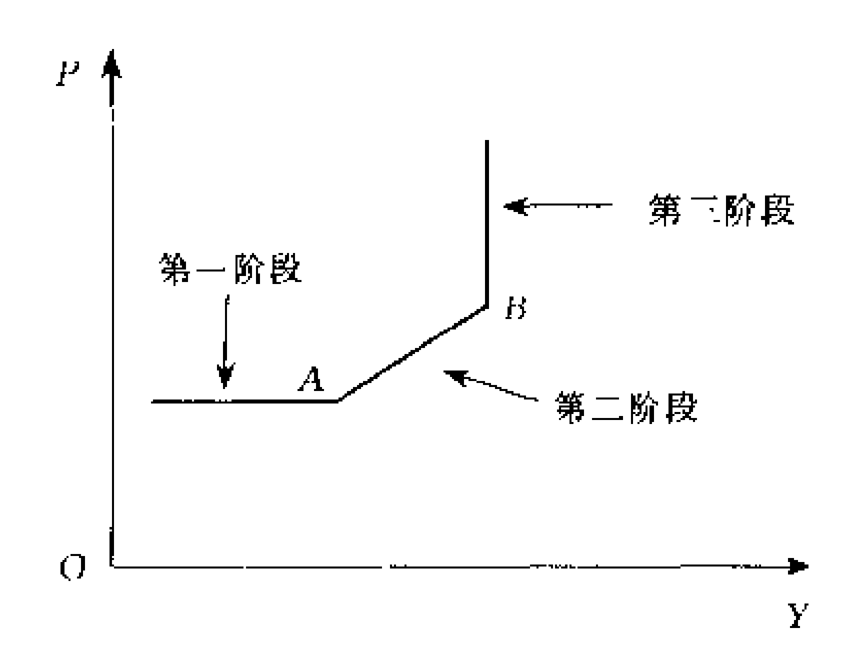


图 16—5 货币扩张对潜在资源利用的三阶段

B 点实际上是一定时期产出增长的极限点。达到这一点，意味着经济体系中的现实可利用资源都得到了充分利用；如果没有达到，也可以表述为，在实际 GNP 水平与潜在 GNP 水平之间还存在缺口。一般说来，存在实际 GNP 和潜在 GNP 之间的缺口是对多数国家经济成长状态的描述。换言之，在现实生活中，实际经济增长率很难达到使潜在资源被全部利用的程度，因此，总会存在一定的潜在 GNP 损失。其所以如此，一个重要原因是：当货币供给扩张的作用超越了 A 点之后，由于产出增加的同时还伴随着物价的上涨，公众对物价上涨的心理承受力等因素就会对政策选择产生重要的影响。

在中国，有这样的见解：应当以瓶颈部门最大生产能力的利用程度作为度量潜在 GNP 水准的实现尺度。例如，交通和能源部门是主要瓶颈部门，假若一定时期内，这两个部门的生产能力只利用了 80%，那说明，潜在 GNP 的损失为 20%。

紧缩效应

市场总需求大于总供给的矛盾，通过压缩货币供给，从而减少总需求的规模以求得解决，似乎是更简捷的途径，事实上也是国内外常见的政策主张。然而，复杂的现实生活并不像抽象推理那样简单。

在经济周期过程中，早在马克思生活的时代，人们就注意到，繁荣阶段，过热的需求推动着生产，使其扩张到极限，并终归不得不以危机形式对过分的扩张进行清理。这说明，在一个自发的过程之中，并不存在一种力量可以使经济进程在碰壁之前约束其停止需求的过度扩张。同样的道理，危机后的萧条阶段，本需

适度地扩张需求，但往往却是伴随着加剧萧条的紧缩过程。20 世纪 30 年代以来，在市场经济国家中，国家对经济生活的干预不断加强，人们对控制需求的效应，曾有颇高的估价。但实践经验证明，它的作用仍是有限的。后面有关章节还要说明。

在集中计划管理体制下，这个问题的解决理应较为容易，但实际上并非如此。所有实行类似体制的国家均长期存在总需求大于总供给的局面。决策者虽然一再宣告解决这样矛盾的决心，却一直没有能够解决。这一事实正说明问题本身的复杂性。

中国在 20 世纪 60 年代初曾有一次成功的紧缩经验，使过大的需求迅速下降并逐步恢复需求膨胀前社会供需的对比状况。但这是个特例。其特点在于扩张的整个过程是一个极具有突发性的过程：在短短的一两年间，通过财政、银行渠道提供了大量超常的货币供给，办起了很多工厂，并从农村转来了很多工人，等等。但这种超常的扩张还没有来得及渗透到整个经济进程之中并使经济进程彻底改变原有的运作规律。也正是在这样的特定条件下，通过贯彻紧缩措施，使货币供给大大收缩，并从而促成工厂拆除和刚刚进城做工的农民又回到农村。就是这样，调整的过程也还是经历了三四年。

而当需求扩张不是突发的并成为整个再生产过程的内在因素，即正常生产已经事实上是在需求扩张的支持下运作时，单纯的紧缩，即使是极其严峻的紧缩，也不会产生使供求均衡的效应。通常的机制是，总需求缩减，实际再生产缩减，从而总供给缩减，供需的差额仍然不能由于紧缩需求而取得均衡。比如中国在 20 世纪 80 年代初和 80 年代末的两次力度较强的紧缩就是这种情况的写照，紧缩后的一两年里经济都曾出现程度不同的下滑。

至于紧缩货币供应、紧缩总需求的物价效应，一般情况下是直接的。物价上涨无论其具体原因如何，纵然不是由过多的货币供给引发的，却都是由货币供给的迅速增加支撑着。因而，紧缩至少在短期内能对物价上涨起到明显的抑制作用。但从较长时间考察，如果紧缩也抑制了实际的经济增长，那么，供求矛盾解决不了，价格水平上涨的压力依然难以缓解。

必须辨清流量与存量

货币供求与市场供求的均衡是在不断运动的过程中达成的。就一个社会经济体来说，一方面是向市场提供商品、服务、信息等种种供给的源；另一方面是向市场提供货币供给的源。市场供给是一个不间断的流（flow）：市场供给源提供的供给不断进入市场，又不断进入生产消费和生活消费，而供给从进入市场到最

终消费，往往还要经过一些层次的流通过程。货币供给也是一个不间断的流：货币供给源不断把货币投入市场，又不断把货币从市场注销，而货币从投入到注销的全过程中，有的从现实流通状态转入暂且不流通状态，有的则从暂且不流通状态转入现实流通状态。流是不断的，但在一定时点上则一方是处在市场上的市场供给，一方则是处在市场上的货币供给，它们是余额，是存量（stock）。看市场供给，我们习惯上是从流量角度；看货币供给，我们习惯上是从存量角度。这往往会造成一些混乱。但不论从两个流量角度和两个存量角度还是从一个流量角度一个存量角度来观察，均衡的要求是存在于相互作用的运动过程之中：市场供给大体可以出清；货币供给作为购买力的代表大体可以实现。紧紧把握问题的核心可能有助于避免被一些不同角度的数量计量搅混了思路。

第三节　我国对均衡境界的追求和理论探索

货币均衡，市场总供给与总需求的均衡——这样一些概念，我们是在20世纪80年代中期以后才使用的。但这样一些概念的基本内涵，在我们经济政策和理论探索的实践中却始终存在。

反通货膨胀的“平衡”观

在建国之初，我国曾在不到一个月的短暂期间制止了当时被世界所公认的程度最为严重的恶性通货膨胀。关于这个过程在第十八章将作具体介绍。这里只是指出当时指导政策实践的理论观点。

当时具体的政策行动口号是：力争财政收支平衡、现金收支平衡和物资调拨平衡。用前面有关章节的理论来剖析，可以很容易地看清：力争财政收支平衡与力争现金收支平衡，这两者的实质都是要把货币供给控制在最低限度；而力争物资调拨平衡则是在给定的条件下使有限的物资形成最大的市场供给。所以，指导思想的理论核心，用我们现在的用语来表达，就是极其明确地争取实现市场总供需的均衡。而恶性通货膨胀的直接病源也正是市场供需均衡遭到长期的严重破坏。这是一场重大的经济战役，其所以能取得胜利，有多方面的条件，可从政治的、社会的诸方面深入剖析，但经济处方——平衡——对症，无疑是关键的一环。

应该说，平衡观是深入人心的。需要注意的是，深入人心的这种平衡观，其形成的背景是长期的通货膨胀，而且是恶性的通货膨胀。因面平衡与反通货膨胀

总是连在一起的。处于通货膨胀压力之下，这无疑是正确的。但也因之忽视了平衡与反紧缩的另一可能的方面。直到20世纪末，这另一面才摆在我们的面前。

市场总供需均衡是“三平”理论追求的目标

虽然我国从1953年开始很快形成集中计划体制，但商品货币关系依然存在，价值规律依然起作用，市场仍有供给充足不充足的问题，物价也不时有或强或弱的上涨压力。所以市场总供需的均衡问题，虽然当时摒弃这样的用语，但仍然是客观存在，在政策制定和理论探索中事实上仍然很受重视。最典型的理论总结就是“三平”理论。它是20世纪50年代中期开始提出的。

所谓“三平”，是指在安排经济发展计划时，必须保证财政收支平衡、信贷收支平衡和物资供求平衡。

财政收支平衡的含义是：财政收入和财政支出平衡，并且收大于支，略有结余。在“三平”之中，财政收支平衡被认为是“关键”。用我们现在的用语来解释，意思是说：(1) 财政收支平衡了，就不会引出过多的货币供给。(2) 财政的结余，作为信贷资金来源，有利于减轻扩大信贷并从而扩大货币供给的压力。至于如何保障坚持财政收支平衡要求的实现，核心的问题是正确处理积累和消费的关系；或者说积累和消费的比例关系处理好了，财政收支就容易做到平衡。现在来看，这样的论点也是成立的。

信贷收支平衡的含义一直比较模糊。由于信贷资金来源和资金运用双方永远是相等的，因而不像财政收支那样有个差额，可以直接看出是否平衡。当时一般的解释是，将作为存贷差额的现金发行增长额当成信贷收支差额。并有以下简化的公式：

$$贷款 = 存款 + 现金发行 \tag{16·9}$$

$$信贷差额 = 贷款 - 存款 = 现金发行 \tag{16·10}$$

但是，一定时期的现金增加量是一分为二的。一部分可能为流通所需要；一部分可能是过度发行的货币量。而且，银行所创造出来的货币并不只是现金，还有存款货币。如果贷款规模过大，存款货币也肯定会存在扩张的现象。所以信贷收支平衡并不能简单用所谓的存贷差额的大小，亦即现金发行增加的多少来度量。

信贷收支平衡的实质只能被理解为理论意义上的货币供求平衡。在“三平”理论中信贷收支平衡被认定为起“综合反映”的作用，货币供求的对比状况正是对经济生活的一种综合反映。

物资供求平衡在“三平”中被论断为“基础”。所谓物资供求平衡，是指商

品供求平衡。今天看来，理论上既应包括作为商品的消费资料的供求平衡，也应包括当时不被看做为商品的生产资料的供求平衡。但那时的着眼点，则在于当时所称之为市场的平衡——消费品和部分农业生产资料的平衡。

物资的供应主要是由农业、轻工业和重工业等部门的生产状况决定的；物资的需求则是由财政、银行部门的资金供应所形成的一定时期的现实购买力所体现。所以，物资供求平衡也就是我们如今所说的市场总供给与总需求的平衡。这种平衡，既包括总量平衡，也包括结构和地区的平衡，其中，总量平衡占首要地位。

“三平”理论所要论证的是“平衡”，亦即总供给与总需求的平衡，是被看做为实现国民经济正常运转的理想条件。这无疑是正确的。应该说在20世纪60年代中期以前，以这种理论为指导的宏观决策确实起过积极的作用。

以后，“三平”理论加上外汇收支平衡，扩展为“四平”理论。但这一理论，在决策中时而受到尊重，时而处于被忽视的地位。

财政收支平衡应放在市场总供求均衡的要求下理解

在提出“三平”观点的20世纪50年代中期直至改革开放，财政收支在国民收入的分配中扮演着决定性的角色：财政一直经受的收不抵支的强大压力，与整个经济承受的供不应求强大压力，是直接联系在一起的。因而，在“三平”理论中，“收大于支，略有结余”的观点占主导地位是无足为奇的。但就是在那样的背景之下，认为货币供给的多少只取决于财政收支，也并不全面。作为理论研究，被束缚于上一章第三节所指出的赤字与货币供给相互关系简单模型之中，其实是有悖于财政信贷综合平衡的思路。然而相互冲突的观念却实实在在地共处在一起许多年。

财政收支，仅就其本身来说，的确会引发货币供给量的增减变化。比如，收不抵支确有可能导致货币供给的增大。而对于收不抵支导致的货币供给增大，多少年来，一种传统的、甚而可以说是先入为主的观念，总认为这是绝对的坏事。其实，对于货币供给的增减变化是好还是坏，其判断标准不是财政收支的对比状况，而是在于与货币需求的符合程度，即在于货币均衡，在于总供给与总需求的均衡。总供给与总需求的均衡是最根本的评价标准，这在“三平”理论中是明确的。然而，有一个解不开的结，即认为财政与总供求之间只存在一种可能性：财政平衡，总供求平衡；财政不平衡，总供求必然不平衡。在极为复杂的联系中，只抓一点，这就使“三平”理论，特别是其有关财政的论断不能具有更一般的意义。

上一章已经讲过，赤字的存在并不一定必然意味着货币供给量的增大。那是因为对于货币供给的调节，不仅有财政，还有信贷以及其他条件。从均衡角度衡量，信贷活动等其他条件所调节的货币供给量可能是适度的，也可能是不适度的。如过分的信用扩张会使货币供给过多，过分的信用紧缩会使供给不足，等等。把赤字摆在这样的前提下，则会存在多种可能的组合。

（1）当信贷活动等其他条件所调节的货币供给适度时，财政赤字会导致货币供给过多。

（2）当信贷活动等其他条件所调节的货币供给已经明显偏多时，赤字将使货币供给过多的矛盾进一步扩大。

（3）当信贷活动等其他条件所调节的货币供给明显偏紧时，可有三种情况：

如果赤字本身所引出的货币供给恰恰可以补足由信贷活动等其他条件所调节的货币供给不足，就整个经济来看，货币供给可能是适度的；

如果赤字不大，从而它本身所引起的货币供给不足以补足由信贷活动等其他条件所调节的货币供给之不足，就整个经济看，货币供给仍然处于偏紧状态；

如果赤字很大，以至于由它本身所引出的货币供给超过由信贷活动等其他条件所调节的货币供给之不足，就整个经济看，则是货币供给偏多的局面。

显然，赤字导致总供求失衡只是在某些条件之下，而非在任何条件之下。把部分当做全部，自然不会得出全面的论断。

“三平”本质是对市场经济规律的概括

当逐步走向市场经济体制之际，“三平”这一理论，往往由于它是在计划经济体制下提出和发展的理论而遭受漠视。是否这一理论在市场经济体制下已完全失去了它的科学概括的意义了呢？当然，我们如果把综合平衡理解为经济计划化的一个环节，经过综合平衡后的计划要通过行政系统贯彻并应成为必须执行的计划法令，这样理解，无疑这个理论是应该摒弃的。

但是如果对于“平衡”二字不是机械地理解为类似会计之中借与贷、收与支双方必须数额绝对相等，而是理解为运动中的协调、均衡，如果用“综合平衡”观使这种理解超出财政、信贷等各个范畴本身协调、均衡的局限，而是着眼于各个范畴与其周围环境的相互作用以及各个范畴相互之间的紧密联系，如果不仅把“平衡”和“综合平衡”理解为人们对客观进程的观察方法，而是理解为客观进程本身的内在规律性——那么“三平”理论的实质不过是在不同环境下，用不同语言论证了市场均衡这个一般命题。因此，在市场经济体制下，“三平”本质上是对市场经济规律的理论概括。一种理论观点，不论是在怎样的条件之下提出、

论证的，如果它揭示了经济过程的客观必然性，那就有其存在的生命力。

什么是理想的均衡态势

对于均衡这个概念作原则的了解，似无困难之处。然而总供给与总需求形成数学的相等状态恐怕并不存在于现实生活之中。在过程中，总会是一方偏多、一方偏少。于是也就会有偏好供给偏多或偏好需求偏多的选择。当然还有偏多、偏少的程度以及相互转化的可能等种种估价的标准。因而只要具体深入，则相当复杂。

由于中国从20世纪30年代后期以来，不论社会经济生活发生多大的震荡，供不应求似乎是总也摆脱不了的梦魇：抗日战争中是这样，国内革命战争中是这样，建国后安宁几年，但很快又是供不应求，而这一趋向，在改革开放后纵然不说更形加剧，但也无方向性的扭转。

也正是在这样的大背景下，出现了环绕"经济环境"的讨论。

所谓"经济环境"，是指社会总供给与总需求的对比状态。这个问题的提出是在1985年，直接引起讨论的背景是1984年年底的信贷膨胀和1985年春季开始的紧缩。在这样的局势下，再次引起了人们对经济体制改革初期应当采取什么样的宏观经济政策的关注。

讨论中，一种主张是：中国的经济改革需要一个供略大于求的比较宽松的经济环境。这种主张认为：新的经济体制要求市场机制发挥更大的作用，而市场机制发挥积极作用的必要前提是存在一个总供给略大于总需求的有限的买方市场；如果供不应求的卖方市场严重存在，就不得不借助于强化的行政手段来分配资源，改革则难以推进。另一种主张是：经济改革在什么样的环境中进行，不取决于主观的愿望，而取决于经济生活的实际情况。总供给略大于总需求的买方市场，在近期内不可能出现；它的形成很可能是改革的结果。因此，中国的经济体制改革只能在供不应求的紧张状态下进行。改革要适应这种状态，也只有通过改革才能逐步缓解这种状态。

对这个问题的讨论很快被其他问题的讨论所代替。孰是孰非并无结论，但从那以后的10年，比较宽松的经济环境一直没有出现。而且"经济环境"这个特定概念也被人淡忘了。

然而自1997年，特别是从年中开始，市场需求不足的现象静悄悄但又是相当突然地呈现在人们面前。到1998年，已经呈现几乎无一种商品还处于供不应求的状态。用这样的现实来注解"比较宽松的经济环境"似乎是贴切的。但这是否是社会总供给与社会总需求最为理想的搭配状态呢？当处于这样的现实中，人

们发现，问题要复杂得多。比如，这样的环境缺乏拉动经济增长的需求动力已是事实。至少可以说，与供不应求来对比，这也是不能忽视的矛盾。

只要有总供给与总需求这个对立统一的范畴，如何处理它们之间的矛盾就必然是宏观经济决策的内容。如何根据我们对经济发展的要求来建造经济环境和选择宏观决策，无疑是一个需要不懈探索、实践、再探索、再实践的重大课题。

[复习思考题]

1. 货币供求与市场供求之间的关系是怎样的？为什么同等的货币供给可能有偏大或偏小的市场总需求；同等的市场总供给又可能有偏大或偏小的货币需求？你能否就我国近年这方面的情况谈谈自己的认识？

2. 在现代西方经济学中，对于货币供求是否均衡是如何判断的？对于市场供求是否均衡是如何判断的？货币供求均衡是否就意味着市场供求均衡？

3. 在现实生活中，货币供求是否均衡如何判断？市场供求是否均衡如何判断？是否根据物价与利率就可以判断均衡存在与否？试举几个我国经济中的实例来说明这个问题。

4. 无论中外，均衡——不论是货币均衡还是市场均衡——总是人们追求的理想境界。但在实际的经济发展过程中，有没有可能时时保持均衡的态势？如果不能，那么人们实际追求的目标是什么？

5. 如何看待货币的能动作用？增加货币供给有扩张效应，效应的界限何在(可结合货币需求一章有关可使资源结合的货币需求思考)？缩减货币供给有紧缩效应，但紧缩货币供给并不一定能够使市场实现平衡，为什么？

6. 如果肯定货币扩张的产出效应，对相关政策的制定及实施有何意义？在一些西方国家，通常具体估算产出潜力，并作为增加货币供给的根据。它们根据的是否就是这个道理？

7. 从 20 世纪 50 年代中期之后，我国自己提出了一个“三平”理论。试以现在习用的理论概念，对“三平”追求的目标和三种平衡的具体要求和意义加以诠释。

第十七章

开放经济的均衡

上一章是单就一个经济体讨论货币均衡与市场总供求问题，在开放经济条件下包括两方面：国际收支的均衡；国际收支与国内货币均衡、与总供求之间相互作用的机制。

第一节　国际收支

什么是国际收支

国际收支（balance of payments）是在一定时期内一个国家或地区与其他国家或地区之间进行的全部经济交易的系统记录。它包括对外贸易状况，包括对外投资状况，是贸易和投资以及其他国际经济交往的总和。而且，既包括用外汇收付的经济交易，也包括以实物、技术形式进行经济交易。

国际收支总是反映某一段时期的状况，如一年、半年或者一个季度，甚至一个月。

国际收支记录的是一个国家的“居民（resident）”和“非居民（nonresident）”之间所有的经济交易。“居民”和“非居民”，是国际交往中的专门用语，精确定义可查阅专门的工具书。

为了保证国际收支状况的国际可比性以及历史可比性，国际货币基金组织制订了《国际收支手册》，指导成员国采用统一的定义和标准来编制和发布本国的国际收支状况。目前国际货币基金组织的成员国一般都按照国际货币基金组织推荐的《国际收支手册》来编制和发布本国的国际收支状况。

国际收支状况主要体现为国际收支平衡表。

国际收支平衡表

为全面反映国际收支状况，各国都要编制国际收支平衡表（statement for balance of payments)。国际收支平衡表是一种统计报表，全面系统地记录一国的国际收支状况。作为国际货币基金组织的成员国，有义务编制国际收支平衡表，并向世界发布。由于全面系统记录一国的国际收支状况，国际收支平衡表已经成为反映一个国家对外经济发展、偿债能力等状况的重要文件，也是一个国家在制定外汇政策等宏观经济政策时的重要依据。

国际收支平衡表的记录原则包括：(1）复式记账原则，也就是说，每一笔国际经济交易，都应在国际收支平衡表的借方和贷方同时反映。例如货物出口，贷记国际收支平衡表中的“货物”项目；出口收汇的企业结汇收入进入外汇储备，则在“外汇储备”项目的借方记录一笔。两次记录，科目不同，借贷不同，但是金额相同。由于每笔经济交易同时记入有关项目的借方和贷方，数额相等，因此，国际收支平衡表的借方总额与贷方总额总是相等的。(2）权责发生制。交易的记录时间，以所有权转移为标准。(3）按照市场价格记录。(4）所有的记账单位一般要折合为同一种货币。记账货币可以是本国货币，也可以是其他国家的货币。例如我国国际收支平衡表的记账货币为美元；而美国国际收支平衡表的记账货币就是其本国货币——美元。

各国国际收支平衡表的格式基本相同，所列项目略有差异。表17—1系国际货币基金组织公布的通行国际收支平衡表。

表17—1　　国际收支平衡表

项　目	贷　方	借　方
I. 经常账户		
A. 货物和服务		
a. 货物		

续前表

项　　目	贷　方	借　方
1. 一般商品		
2. 用于加工的货物		
3. 货物修理		
4. 各种运输工具在港口购买的货物		
5. 非货币黄金		
b. 服务		
1. 运输		
2. 旅游		
3. 通讯服务		
4. 建筑服务		
5. 保险服务		
6. 金融服务		
7. 计算机和信息服务		
8. 专有权利使用费和特许费		
9. 其他商业服务		
10. 个人、文化和娱乐服务		
11. 别处未提及的政府服务		
B. 收入		
a. 职工报酬		
b. 投资收入		
1. 直接投资		
2. 证券投资		
3. 其他投资		
C. 经常转移		
a. 各级政府		
b. 其他部门		
1. 工人的汇款		
2. 其他转移		
2. 资本和金融账户		
A. 资本账户		
a. 资本转移		
1. 各级政府		
2. 其他部门		
b. 非生产、非金融资产的收买/放弃		
B. 金融账户		
a. 直接投资		
1. 国外		
2. 在报告经济体		

续前表

项　　目	贷　方	借　方
b. 证券投资		
1. 资产		
2. 负债		
c. 其他投资		
1. 资产		
2. 负债		
d. 储备资产		
1. 货币性黄金		
2. 特别提款权		
3. 在基金组织的储备头寸		
4. 外汇储备		
5. 其他债权		

从外汇收支平衡表到国际收支平衡表

我国过去一直编制的是外汇收支平衡表。这个平衡表反映一定时期内全国有关国际交往各项目的外汇收支。外汇收支的“外汇”，确切地说，是进行对外收支的货币：既包括外国的货币，也包括用于对外收支的本币。我国对外收支主要使用美元等硬通货；也有一部分用人民币。就是在改革开放前，第一章指出，也有“外汇人民币”。

过去编制的外汇收支平衡表，其主要项目为进出口贸易、非贸易和对外援助等，没有反映与国外的资本往来。随着实行对外开放政策，对外经济贸易往来日益发展，外商直接投资、借用外债等对外经济活动愈来愈多，原来的外汇收支统计显然难以反映我国对外经济活动的全面状况。同时，1980 年我国在国际货币基金组织和世界银行的席位得到恢复。作为国际组织的成员国，有义务提供国际收支的状况。1980 年我国试编国际收支平衡表并逐步补充、修改。表 17—2 就是我国现行国际收支平衡表的格式。

表 17—2　　**中国国际收支平衡表**　　单位：千美元

（2001 年 1—6 月）

项　　目	差　额	贷　方	借　方
一、经常项目	5 098 593	148 759 075	143 660 482
A. 货物和服务	10 232 186	140 071 635	129 839 449
a. 货物	13 443 174	124 518 256	111 075 082
b. 服务	−3 210 988	15 553 379	18 764 366

续前表

项目	差额	贷方	借方
1. 运输	-3 263 584	2 123 471	5 387 055
2. 旅游	1 409 427	8 478 000	7 068 573
3. 通讯服务	7 561	137 248	144 809
4. 建筑服务	-125 191	346 845	472 036
5. 保险服务	1 184 852	73 120	1 257 972
6. 金融服务	47 057	74 472	27 415
7. 计算机和信息服务	76 043	202 453	126 410
8. 专有权利使用费和特许费	-839 004	46 138	885 142
9. 咨询	-222 124	337 809	559 933
10. 广告、宣传	16 391	136 395	120 004
11. 电影、音像	-13 117	7 443	20 560
12. 其他商业服务	763 050	3 380 422	2 617 372
13. 别处未提及的政府服务	132 477	209 563	77 086
B. 收益	-8 609 098	4 938 027	13 547 126
1. 职工报酬	-59 269	121 319	180 588
2. 投资收益	-8 549 829	4 816 708	13 366 538
C. 经常转移	3 475 505	3 749 413	273 908
1. 各级政府	-2 248	76 673	78 921
2. 其他部门	3 477 753	3 672 740	194 987
二、资本和金融项目	18 975 497	61 579 129	42 603 632
A. 资本项目	-20 786	0	20 786
B. 金融项目	18 996 283	61 579 129	42 582 846
1. 直接投资	18 317 838	20 760 657	2 442 819
1.1 我国在外直接投资	1 207 696	69 657	1 277 353
1.2 外国在华直接投资	19 525 534	20 691 000	1 165 466
2. 证券投资	-10 003 872	1 769 945	11 773 817
2.1 资产	-11 728 320	18 295	11 746 615
2.1.1 股本证券	0	0	0
2.1.2 债务证券	-11 728 320	18 295	11 746 615
2.1.2.1 (中)长期债券	-11 728 320	18 295	11 746 615
2.1.2.2 货币市场工具	0	0	0
2.2 负债	1 724 448	1 751 650	27 202
2.2.1 股本证券	266 000	266 000	0
2.2.2 债务证券	1 458 448	1 485 650	27 202
2.2.2.1 (中)长期债券	1 458 448	1 485 650	27 202
2.2.2.2 货币市场工具	0	0	0

续前表

项目	差额	贷方	借方
3. 其他投资	10 682 317	39 048 527	28 366 210
3.1 资产	1 975 752	18 762 699	16 786 947
3.1.1 贸易信贷	9 716 369	0	9 716 369
长期	0	0	0
短期	-9 716 369	0	9 716 369
3.1.2 贷款	9 470 738	9 639 888	169 150
长期	-68 000	0	68 000
短期	9 538 738	9 639 888	101 150
3.1.3 货币和存款	-1 427 014	57 335	1 484 349
3.1.4 其他资产	3 648 397	9 065 476	5 417 079
长期	4 322 346	0	4 322 346
短期	7 970 743	9 065 476	1 094 733
3.2 负债	8 706 565	20 285 828	11 579 263
3.2.1 贸易信贷	12 183 055	12 185 730	2 675
长期	9 701	12 376	2 675
短期	12 173 354	12 173 354	0
3.2.2 贷款	-2 767 742	5 729 350	8 497 092
长期	-2 888 873	3 680 692	6 569 565
短期	121 131	2 048 658	1 927 527
3.2.3 货币和存款	-1 000	0	1 000
3.2.4 其他负债	-707 748	2 370 748	3 078 496
长期	-931 421	1 661 398	2 592 819
短期	223 673	709 350	485 677
三、储备资产	-15 572 000	0	15 572 000
3.1 货币黄金	0	0	0
3.2 特别提款权	-3 000	0	3 000
3.3 在基金组织的储备头寸	-305 000	0	305 000
3.4 外汇	-15 264 000	0	15 264 000
3.5 其他债权	0	0	0
四、净误差与遗漏	-8 502 089	0	8 502 089

国际收支项目

表 17—1 和表 17—2 中列出国际收支的具体项目，每个项目各反映不同性质的收支。通常把这些项目划分为四类：经常项目、资本和金融项目、储备资产变动以及净误差与遗漏。现以我国为例加以说明。

1. 经常项目（current account）

经常项目反映本国与外国交往中经常发生的项目，也是国际收支中最重要的项目。它包括货物贸易、服务贸易、收益以及经常转移四个子项：

（1）货物贸易包括通过海关进出口的所有货物以及一些虽然不经过海关，但是属于国际间经济交往的货物交易，如飞机、船只等在境外港口购买的燃料、物料，远洋渔船向其他国家出售其所捕获的海产品等。

（2）服务贸易涉及的项目比较繁杂，包括运输、旅游、建筑承包、通讯、金融、保险、计算机、信息、专利使用、版权、广告中介、专业技术、文化和娱乐等形式多种多样的商业服务以及一部分政府服务。

提供服务与提供商品并没有区别，都可以从国外收取外汇。但就交易的具体对象来说又有所不同。商品通常在物质上是有形的，而服务在这个意义上看则是无形的。因此，常把贸易收支称为有形贸易收支，而把服务收支称为无形贸易收支。

（3）收益项目包括职工报酬和投资收益两项。职工报酬指的是在别国居住不满一年的个人从别国所取得的合法收入。投资收益和资本与金融项目直接相关，指的是和投资、资本流动相关的利息、股息、利润以及红利等收入。

（4）经常转移又称为单方转移，指的是不以获取收入或者支出为目的的单方面交易行为。包括侨汇、无偿援助和捐赠、国际组织收支及居民收支等。这种转移收支与贸易收支在性质上不同，贸易收支要求等价交换或偿付，而转移收支则是一种单方面的价值转让。

2. 资本和金融项目（capital and financial account）

资本项目记录的是资本性质的转移和非生产性、非金融性资产的获得或者出让。资本性质的转移包括生产设备的无偿转移、国外投资款项的汇入和向国外投资款项的汇出以及单方面的债务减免等。非生产性、非金融性资产的获得或者出让指的是专利、版权、商标等资产的一次性买断、卖断。

金融项目记录的是一国对外资产和负债的所有权变动的所有交易。按资金流向构成的债权、债务分为资产、负债；按投资方式分为直接投资、证券投资和其他投资三项。

直接投资包括外商来华投资和我国对外投资，是金融项目最重要的项目之一。构成直接投资的投资行为必须具备三个要素：直接投资者、直接投资企业（直接投资所要投入的企业，或者说接受直接投资的企业）以及直接投资者对于直接投资企业的控制权。和一般投资行为不同的是，直接投资者对于直接投资企业有长期的、持久的利益。直接投资的关键是控制权。为了保证判断标准的可操

作性，国际组织确定，如果一个企业持有其他国家某一企业10%以上的股权或者控制权，就认定前者是直接投资者，后者是直接投资企业。我国把超过25%股权的投资视为外商来华直接投资。

证券投资指的是一个国家企业、个人、团体等对其他国家所发行的有价证券进行投资的行为。

其他投资指的是直接投资、证券投资以外的其他投资，主要包括进出口贸易融资、贷款、现金、存款以及金融性租赁等项目。

3. 储备资产（reserve assets）

储备资产指的是由中央银行持有，也有的是由财政部门持有，并可随时直接使用的金融资产。包括货币性黄金、特别提款权、在基金组织的储备头寸、外汇储备以及其他债权。

4. 净误差与遗漏（net errors and omissions）

前面曾经谈到，国际收支平衡表是按复式簿记原理编制的，每一笔经济交易要同时记入有关项目的借方和贷方，数额相等。但是在实践中，由于不可能完全跟踪每一项经济交易进行记录，所以，国际收支平衡表的编制是通过对各个子项目的统计进行。由于各个子项目的统计数据来源不一，时间不同等等原因，借方合计与贷方合计之间总是存在一定的差额。为此，就需要有一个平衡项目——净误差与遗漏。当贷方大于借方时，就将差额列入该项目的借方；当借方大于贷方时，就将差额列入该项目的贷方。

我国的国际收支状况

改革开放以来，我国国际收支发生了很大的变化，主要呈现出以下几个特点。

国际收支规模扩展很快，国际收支在国民经济中的意义越来越重要。仅以进出口贸易为例，其总额与GDP之比，1988年为25.6%，2001年上升到44.0%。国民经济对涉外经济的依存度大大加深。

经常项目在整个国际收支中的比重趋于下降，资本项目的比重上升。1982年时，我国经常项目和资本项目在国际收支中所占比重分别是86%和13%，2001年上半年该比例分别为73%和26%。

经常项目中的货物贸易与服务贸易收支总额保持了同步增长；经常项目的结构和内容发生了明显的变化。出口产品中初级产品所占比重逐年下降，制成品和深加工产品的比重上升；出口商品的种类增多；市场结构则日益多元化。在对外贸易方式上，除了传统的一般贸易外，各类加工贸易、补偿贸易以及其他贸易方

式比重在不断上升。国际旅游、运输等传统服务贸易发展迅速，同时一些非传统的服务贸易方兴未艾。例如，近年来国际咨询、通讯、计算机和信息服务、专利使用、娱乐文化等都有了较快的发展。

资本项目的地位越来越重要。其中，外商来华直接投资，自1992年以来，规模越来越大，投资领域越来越广泛，成为影响国际收支状况的重要因素。

在国际收支规模不断扩大的过程中，我国外汇储备规模不断上升，为人民币汇率稳定奠定了坚实的基础。1981年，我国的外汇储备仅有27亿美元，但是2001年底已达2 122亿美元。

第二节　国际收支的调节

国际收支失衡

按复式簿记原理编制的国际收支平衡表，就表的本身来看，总是平衡的。但经常听到的是，某国的国际收支出现失衡状况：或是支大于收，或是收大于支，存在差额（balance）。

怎样判断一国的国际收支是平衡还是不平衡？

国际上通行的方法是将国际收支平衡表上各个项目，区分为两种不同性质的交易：自主性交易（autonomous transaction）和调节性交易（accommodating transaction）。前者是指企业、单位和个人由于自身的需要而进行的交易，如商品和服务的输出入、赠与、侨民汇款和长期资本流出入。调节性交易则是指在自主性交易产生不平衡时所进行的用以平衡收支的弥补性交易。如向国外银行和国际金融机构借用短期资本、进口商取得分期付款的权利以及动用国际储备等。自主性交易系由生产经营、单方面支付和投资的需要所引起，与国际收支其他项目的大小无关；而调节性交易则是因为国际收支其他项目出现差额需要去弥补，才相应发生。通常判断一国国际收支是否平衡，主要是看其自主性交易是否平衡。如果一国国际收支不必依靠调节性交易而通过自主性交易就能实现基本平衡，是平衡；反之，如果自主性交易收支出现差额，必须通过调节性交易来维持收支平衡，则为国际收支失衡。

几种收支差额

国际收支包括许多项目，各个项目都列有收支两方，收支常常不会恰好相等，存在差额。就各个项目看，差额有其不同意义，因此，根据需要可以从多种

角度去观察国际收支对比状况。结合我国情况，比较常见而且在经济上具有重要意义的有以下三种：贸易差额、经常项目差额和国际收支总差额。

1. 贸易差额指商品进出口差额。无论从一年、一季、一月来看，商品进出口总会有净差额：顺差（surplus）或逆差（deficit）。

贸易差额是经常存在的。即使同一国家在不同年份，甚至在不同季度之间贸易差额的变化也很大，乃至于改变方向。这些年来我国贸易差额也经常变动。1982—1984 年连续三年顺差，1985—1989 年则出现连续逆差，1994 年以来则又是金额相当可观的顺差。

贸易差额如果出现逆差，必须有某种资金来源与之相抵。这或是靠经常项目中服务和转让收支项目的顺差来抵补，或是靠资本项目中的外资流入，也可能是动用国家外汇储备来解决。贸易差额如果是顺差，也必然会引起国际收支其他项目作相应的变化。

贸易差额状况在国民经济中具有重要意义。(1) 贸易收支是国际收支中最主要的项目，其差额，不论是顺差还是逆差，对国际收支总的差额状况有至关重要的作用。(2) 贸易差额的状况对国内生产、投资和消费可以产生促进或破坏作用，下面将进一步论及。(3) 由贸易差额而引起的国际收支其他项目的变动，对以后的国际收支态势有深远影响，例如引起外资大量流入、使国家外汇储备经受持久压力，等等。同时，资本项目和国际储备项目的逆差最终要靠贸易顺差来解决。

2. 经常项目差额指经常项目下贸易、服务和转让收支这三个项目的差额相抵后的净差额。贸易项目如果有逆差，可以依靠服务和转让收支项目顺差来平衡。我国服务和转让收支两个项目一般都表现为顺差。

经常项目差额与贸易差额有密切的联系。由于贸易差额是经常项目的主要构成部分，通常情况下两者的差额是同方向的。

经常项目的差额说明一国对外债权债务关系变动情况。如果经常项目有逆差，表示从国外净动用了一些商品、服务供国内使用，相应地减少本国在外国的资产或是增加对外的负债。如果经常项目有顺差，表示向国外净供应了一些商品和服务，相应地会增加本国对外资产或减少对外的负债。比较贸易差额来说，经常项目差额更能精确地反映一国对外债权债务关系变化的状况。

3. 国际收支总差额指经常项目和资本项目收支合计所得的总差额。它与一国国际储备的增减相对应。国际收支总差额如果是顺差，则国际储备相应增加；反之，则储备项目相应减少。

国际收支失衡的原因

原因是多种多样的，因国、因时而异。概括说来，主要有：

1. 一国处于经济发展阶段，常常需要进口大量技术、设备和重要原材料，而受生产和技术能力的限制，出口一时难以相应增长，因而出现贸易和国际收支差额。不过，只要能确定合理的经济发展战略，适度引入外资，广泛引进先进技术，积极发展生产和出口，是有可能逐步调整贸易和国际收支差额的。因此，在经济安排得当的条件下，这种国际收支失衡具有过渡性质。

2. 受经济结构制约。各国由于地理环境、资源分布、技术水平、劳动生产率等经济条件的不同，形成了各自的经济布局和产业结构，从而形成各自的进出口商品结构。当国际间对某些商品的生产和需求发生变化时，如果一国不能相应地调整其生产结构和出口商品结构，则会引起贸易和国际收支的失衡。

3. 受物价和币值的影响。从国内说，如果一国发生通货膨胀、国内物价上涨、本国货币币值下跌，其出口商品成本随之提高，出口商品在国际市场上的竞争力削弱；而进口商品在汇率不变情况下，价格相对较低，引起进口增加。结果是恶化贸易和国际收支状况。从国际市场说，市场上大宗商品价格发生变动，也会直接影响到该商品主要进出口国家的国际收支状况。"石油价格冲击"就是一个明显的例证。

4. 受汇率变化的影响。当一国货币的汇率，也即本币的对外币值发生变化时，如升高，则不利于出口，并刺激进口。如本国货币对外币值不变，而其他与本国处于竞争地位的国家的货币对外贬值，则竞争国家的出口竞争力加强并使本国出口遭遇困难。1997年东南亚开始的危机使中国周边国家的货币纷纷大幅度贬值而人民币没有贬值，曾对中国的国际收支形成压力。

5. 受利率变化的影响。一般情况下，利率降低时，或资本流入会减少，或资本流出会增加。即使一国利率没有变动而他国发生了变动，如提高了利率，也会给利率没有变动的国家的国际收支带来不利的影响。

6. 受经济周期性变化的影响。经济周期的不同阶段对国际收支有不同的影响。繁荣时期，由于生产的高涨，进口大幅度增加，经常项目可能出现逆差，外汇储备相应下降；如果繁荣的经济促成了出口的增加，经常项目则会呈现顺差，外汇储备相应上升。而在萧条时期，随着生产下降，一般说来，会导致国际收支恶化。

上述影响因素相互作用，往往引起连锁反应，可能是不同影响因素效应的叠加，也可能是不同影响因素效应的相互冲抵。当不利因素大于有利因素时，国际收支的失衡就不可避免。

争取国际收支的平衡

一国国际收支失衡，若不及时调整，会直接影响对外交往的能力和信誉，不利于国内经济的发展。如果国际收支出现大量逆差，由于外汇供应短缺，外汇汇率上涨，本国货币汇率下跌，短期资本就要大量外流，从而进一步恶化国际收支状况，甚至会导致货币危机。如果出现国际收支大量顺差，由于外汇供过于求，外汇汇率下跌、本币汇率上升，其结果可能会抑制出口，并增加国内货币供应和通货膨胀的压力。因此，一个国家出现国际收支失衡，通常都要采取措施进行调整。

国际收支平衡，或者说国际收支均衡，需从短期和长期两个角度去把握。

短期，一般是指年度。保持年度收支平衡，对于保证当前的对外收支能力，是有意义的。但不应把保持国际收支平衡单纯理解为必须年年保持当期的收支平衡。要是把保持年度平衡作为绝对要求，事实上就会导致拒绝利用资本项目来平衡经常项目，特别是用来弥补外贸进出口的缺口。不管未来是否具有还本付息的能力，不争取利用国外的资金和技术加快自身的建设，这对一个谋求赶超的发展中国家，并不是正确的决策。

对国际收支平衡作较长期的考虑，则可突破必须保持当年度平衡的约束，作战略性安排。对于一个走向外向型经济道路的发展中国家，安排国际收支的出发点是最大限度地推进本国经济的发展和促进形成一个适合现代化要求的经济结构。为此，可以允许一定时期内国际收支经常项目上有赤字，承受一定的负债额，以满足经济发展对外资的需要。应该加以控制的是这种负债额的适度数量界限，也就是对将来偿债的潜力有恰当的估计，并有可以使之落实的安排和措施。

需要说明的是，国际收支顺差和逆差都是失衡的表现。认为只有逆差出现才是失衡，这是片面的理解。实际上，如果出现持续的大额顺差，不仅会影响本国经济的均衡健康发展，而且会招致其他国家的抗议和报复。

关于国际收支平衡问题，1978 年以前，我国一贯实行“以出定进，进出平衡，略有结余”的方针。从 1950 至 1977 年 28 年中，贸易顺差年份为 18 年，顺差金额为 48.4 亿美元，贸易逆差年份为 10 年，逆差金额为 26.2 亿美元。顺差逆差金额相抵后尚有净顺差 22.2 亿美元。这与建国之初西方国家对我国实行经济封锁有关。

改革开放后，对外交往急剧增加，外贸和利用外资都有重大进展。这就提供了一种可能：不一定机械地拘守于年年“以出定进”，允许适量的进大于出，以利用外资弥补缺口，有利于经济更快地发展。但利用外资要还本付息，又带来一个国际收支长期平衡的新课题。在这种新的形势下，就需要着眼于中长期的

平衡。

国际收支调节的方式

一国国际收支如果经常出现失衡而且收支差额较大，持续时间较长，就必须进行调节。针对不同类型的国际收支失衡，国际收支调节的手段也有所不同。例如，如果属于由于经济周期引起的国际收支失衡，从动态角度看，周期性的顺差或者逆差可以互相抵消，自求平衡。这个时候就可以不采取调节措施。如果属于货币性失衡引起的国际收支失衡，就需要采取调整汇率的办法对货币进行升值或者贬值，来消除货币对内价值和对外价值之间的差别。如果是结构性的失衡，就需要采取经济结构调整的方式。如果是收入性的失衡引起国际收支失衡，则需要提高规模经济效益和技术进步，降低出口成本，增强本国商品的竞争力，促进国际收支平衡。需要提出的是，国际收支失衡往往是由多方面因素造成的，因此，解决失衡时，各种手段需要协调配合实施。此外，在对国际收支进行调节时，还需要考虑国内经济的承受力。

具体地看，调节国际收支的手段如下：

1. 采取财政手段。这包括采取出口退税、免税、进口征税、对进出口企业发放财政补贴等方式，以鼓励出口、限制进口，减少贸易逆差或者提高贸易顺差；对资本输出或输入征收平衡税，以限制资本流动。

2. 调整汇率，以调节进出口。在国际收支逆差时，压低本币汇率，有利于刺激出口，抑制进口；反之，有大量顺差时，则支持本币汇率上浮，以减少出口，增加进口。

3. 调整利率，以影响资本的流出入。中央银行提高再贴现率，带动市场利率的上升，可以起到吸引外资流入的作用；反之，降低利率，则可抑制资本流入，促进资本流出。

4. 利用政府信贷和国际金融机构的贷款。政府间信贷可以是短期的，即由两国或数国中央银行签订短期信贷协议，提供短期贷款支持；也可以是事先安排的，即在各国中央银行之间签订货币互换协议，在需要时提供支持。

5. 实行外汇管理，对外汇收支与汇率实行直接的行政性干预。诸如规定外汇收入全部或大部分卖给国家，对外汇支出进行某种限制，等等。

6. 加强国际经济合作。由于各国的国际收支是联系在一起的、一国的逆差往往是另一国的顺差。这样的背景推动了国际合作。当某一或某些国家都出现严重的国际收支失衡时，国际货币基金组织以及其他国家就会商讨对策，给予贷款支持、帮助应付短期内的国际收支失衡。

由于国际收支与国内经济有着密切联系，通常在对内经济政策上也需采取相应政策，以间接影响国际收支。例如国内财政和银行实行紧缩政策，压缩社会总需求，可以间接影响对外汇支出的需求，关于这一方面将在下两节中作进一步介绍

在我国目前经济条件下，外汇管理在现阶段仍是调节国际收支最有效、最迅速的手段，至于上述几种调节方式所能发挥的作用大小不一。如汇率已被用以调节贸易收支，也取得了一定成效。但由于企业独立经营机制尚不健全等原因，汇率所能发挥的调节作用还有所限制。财政手段中的出口退税政策，作用显著。至于利率手段，基于我国利率系由国家规定，调节国际收支的作用还难以发挥。但发挥这些经济手段在调节国际收支方面的作用，日益成为经济发展本身的要求。

第三节 国际储备

国际储备的作用

国际储备是一国或地区官方拥有可以随时使用的国际储备性资产，可以由财政部门拥有，也可以由中央银行拥有。传统上认为，国际储备的作用主要是应付国际收支失衡、维持汇率稳定。当国际收支出现逆差，为了避免进口减少影响国内经济发展，可以动用本国的储备，平衡外汇收支；当汇率出现不正常波动时，可以动用储备，影响外汇市场供求，使汇率变动保持在经济发展目标范围之内。

随着经济全球化的发展以及全球储备资产的不断增加，国际储备又被赋予了其他的功能。在新兴市场国家国际储备越来越被看做信心的标志。储备越多，偿付能力越强，国际评级机构就会给予该国更高的评级。评级提高，在国际市场融资就相对容易，融资成本也会降低。同时，高的外汇储备，对国际金融市场投机者也是一个“震慑”，使他们不敢轻易对该国货币汇率下手。在一些转轨国家中，储备还常常被用做改革基金，以应付可能出现的支付困难。

主要的国际储备资产

国际储备资产主要包括：货币当局持有的黄金、在国际货币基金组织的储备头寸、特别提款权、外汇储备以及其他债权。其中最为重要的是外汇储备。

1. 货币当局持有的黄金。不是所有的黄金，只是货币当局持有的黄金方是国际储备。1990 年以来，世界各国或各地区货币当局所持有的货币性黄金规模并未出现大的变动。但是由于黄金市场价格的不断下跌，各国拥有的货币性黄金

以市场价格计算有所下降。到2000年，全世界拥有的黄金储备约有10亿盎司，按2002年2月6日伦敦市场305美元/盎司的市价计算，约值3 050亿美元。

2. 在国际货币基金组织的储备头寸。到2000年全世界所有国际货币基金组织的成员国拥有的储备头寸超过了600亿美元。其中，工业化国家占86%；美国占工业化国家储备头寸总额的30%。

3. 特别提款权，在第八章已经介绍，是国际货币基金组织为了补充国际储备资产不足，按成员国在基金中的份额分配给成员国的记账单位，在成员国货币当局和国际货币基金组织、国际清算银行之间使用。成员国动用其所持有的特别提款权时，须将其兑换成所需要的可兑换货币进行支付。到2000年全世界特别提款权的规模保持在220亿美元左右。其中，工业化国家占75%，美国占工业化国家持有特别提款权总额的55%。

4. 外汇储备是一国（或地区）货币当局持有的可以随时使用的可兑换货币资产，在储备资产中最为重要。到2000年，全世界外汇储备已经超过了1万亿美元。其中，工业化国家所占比例不足40%。这是由于主要发达国家由于其货币可以用做国际支付手段，就不必要保持那么多的外汇储备。如美国持有的外汇储备在工业化国家中所占比重仅为5%。亚洲地区保有最大量的外汇储备。日本、中国大陆、中国台湾、中国香港几乎占有全球外汇储备的一半。

国际储备货币多元化趋势

到20世纪70年代，美元是国际货币体系的中心，处于无可匹敌的独特地位。70年代初开始，以美元为中心的国际货币体系崩溃。美国经济实力相对下落，美元作为国际储备货币的地位不断下降，德国、日本经济实力上升，日元和德国马克的地位不断提高，一度形成了以美元为主、日元和马克并行的国际储备货币格局。随着1999年欧元的启动以及日本经济的持续疲弱不振，欧元地位上升。现阶段外汇储备货币的竞争，主要表现为美元和欧元的竞争。

展望未来的国际储备体系，已经不太可能出现以前的英镑和美元那种独占鳌头的单一主导性货币。从中长期内看，随着欧元影响力的不断扩大，欧元在国际储备中的地位会不断上升；特别提款权作为一种并不完整的货币形式，难以有更大的发展。这样，国际货币体系就将逐步形成美元和欧元两强的货币结构。

从欧元所赖以支持的经济体的相对规模，以及其在世界贸易中所占份额等角度看，欧元与美元相比存在着明显的优势：欧盟总产出占世界总产出的比例已经高于美国产出在世界总产出的份额。欧元产生以后，各国中央银行均持有一定的欧元储备资产。国际金融市场也引入以欧元计价的金融工具，有关欧元的金融交易规模将不

断扩大。

但美元在国际金融体系中的统治地位是在过去半个多世纪中逐步形成和稳定下来的。国际投资者具有使用美元的惯性。目前，全球有 50% 的贸易以美元结算，相当于美国全球贸易额的 3 倍。各国外汇储备的 64% 是美元，这一数字过去几十年来没有发生太大变化。所以，处于欧元挑战之下的美元，当前和今后一段时期内依然会占据主导性地位。

我国的国际储备

我国的国际储备资产包括货币性黄金、特别提款权、在国际货币基金组织的储备头寸以及外汇储备四个部分。黄金储备为1 267万盎司，1980 年以来，没有变动；在基金组织的储备头寸和特别提款权数额不大，总值合计 87 亿美元；外汇储备是我国主要的储备资产，2001 年达到2 122亿美元。

1992 年前，我国所讲的外汇储备包括国家外汇库存和中国银行外汇结存两个部分。其中国家外汇库存指国家对外贸易和非贸易收支的历年差额累计；中国银行外汇结存是指中国银行的外汇自有资金加上在国内外吸收的外币存款和借入境外的资金减去在国内外的外汇贷款和投资后的差额。严格地说，外汇储备应是一国政府持有的随时可以动用的外汇资产。中国银行的外汇结存中除了自有资金外是对客户的债务，国家不能无条件地加以使用。但是当时中国银行是惟一的经办外汇业务的国有银行，承担着一定的政策性管理职能，因而将其外汇净资产列入国家外汇储备，也能为国际货币基金组织等国际金融组织所接受。1992 年我国对外汇储备统计做了调整，不再把中国银行外汇结存列入国家外汇储备的统计口径。

外汇储备规模与管理

保持一定的外汇储备，下面第五、六节将要分析，是调节外汇收支和市场总供求的重要手段。可以说，外汇储备是保持经济稳定的一个调节器。

但是，外汇储备并非越多越好。（1）外汇储备增加，前面讲述过，要相应扩大货币供给量。如果外汇储备量过大，则会增加对市场均衡的压力。（2）外汇储备表现为持有一种以外币表示的金融债权，相应资金存在国外，并未投入国内生产使用。外汇储备过大，等于相应的资金“溢出”，对于资金短缺的国家来说自是不合算的。（3）外汇储备还可能由于外币汇率贬低而在一夜之间蒙受巨大损失。

适度的外汇储备水平，需要综合考虑经济发展的规模和速度、对外开放的程

度、对外信誉和在国际市场上筹措资金能力、外债的还本付息以及国家通过调整国内外经济和外汇管理来影响国际收支的有效程度等因素。曾经存在一种说法，认为维持相当于一国3～4个月的进口额的外汇储备水平是适度的。现在看来，这样的说法没有多大意义。还有一个最后清偿率（last liquidation ratio）的指标：外债余额与国际储备的比，国际公认的警戒线为130%。

全面考察外汇储备是否适度，必须结合各自的国情特点。如我国，正处于经济体制转轨过程，存在较多的不确定因素，面对的国际政治、经济、金融形势又极为复杂。这就要求我国在外汇储备问题上要更为审慎一些，应注意从动态的、综合的角度去观察、判断，以避免由于过分简单造成的决策失误。

在计划经济时期，我国实行"量入为出，以收定支，收支平衡，略有节余"的外汇政策，国家外汇结存很少，不存在外汇储备管理问题。改革开放以来，我国对外贸易、经济金融往来有了很大的发展，经常项目外汇收支大幅度增长，资本项目外汇收支也迅速增长，但波动很大。为了保证国际收支的平衡，维持汇率水平的稳定，必须持有适度的外汇储备并进行有效的运营和管理。从1981年我国建立和逐步完善外汇管理制度，实行了储备集中管理和相应的经营制度，开始建立经常储备和战略储备制度以及风险管理制度，以保证国家外汇储备的安全、流动、增值，同时确保国家运用外汇储备引导外汇市场平稳运行的能力。

在国际金融动荡的情况下，外汇储备的管理首先要考虑资金安全，如把外汇存放到国际大银行或购买发达国家的政府债券。使储备货币多样化是一项重要的安全措施。我国采取以美元为主，其他国际性货币相结合的多元化货币结构，以保持外汇储备的价值相对稳定。其次是保持流动性的问题。要保证储备资产能够灵活兑现，这就需要把外汇投资于市场上流通的债券或存放银行活期账户，以备随时运用。第三，在保证安全性和流动性的前提下，根据资产多样化的原则，把一部分资产投资于稳定成长的证券上，以获取较高的收益。

第四节　国际资本流动

在第二章第五节中，已经概略地讲述了国际资本流动的问题。这一节作进一步地展开。

国际资本流动的原因

国际资本流动（capital movements），也称国际资本移动，是指资本跨越国界

的移动过程 在绝大多数情况下，这个过程是通过国际间的借贷、有价证券买卖或其他财产所有权的交易来完成的。对于一国而言，资本流入和资本流出往往同时存在，两者在一定时期内所形成的差额称为资本流入或资本流出净额，集中反映在一国的国际收支平衡表中。

资本在国际间流动的根本原因是各国的资本收益率不同。由于经济发展水平和自然资源等方面的差异，各国的资本富裕程度存在着差距，投资机会也有多有少，从而投资收益率必然有所不同。资本的本性是最大限度地实现价值增殖，这就决定了资本从低收益率国家向高收益率国家的不断转移，从而形成国际资本流动。其中，短期证券投资和银行贷款等一类资本的流向，通常情况下，主要取决于国际间的利率差。至于国际直接投资收益率的决定因素则较为复杂。不仅包括东道国的宏观经济和金融状况，而且包括企业开发国际市场的战略、东道国的劳动力成本和自然资源条件，以及税收优惠政策和其他法律制度环境等。

国际资本流动可以从不同角度进行分类。根据时期的长短，国际资本流动可以分为长期资本流动和短期资本流动。长期资本流动是指期限为一年以上的资本流动，主要包括国际直接投资、一年期以上的国际证券投资和中长期国际贷款；短期资本流动是指一年及一年以下的国际证券投资和国际贷款。根据资本流动的具体方式，国际资本流动可以大致分为外国直接投资、国际证券投资和国际贷款。

国际资本流动的发展历程

如果泛泛地讲资本在国与国之间的流动，在中国与周边国家乃至与西亚、欧洲的经济交往中，这是不可避免的经济行为。但讲到现代的资本跨国流动，作为一种稳定的经济现象，其历史是从18世纪后半叶算起的。

1870—1914年，是资本跨国流动的第一个阶段。在这个时期中，伴随着工业化的发展，先发达的资本主义国家开始了拓展世界市场的步伐：资本跟随着廉价商品，开始在世界各地落户。那时，资本的主要输出国是英国、法国和德国。拥有殖民地最多的“日不落帝国”英国在全部资本输出中占有高达50%以上的份额。法国和德国则分别占有20%和15%。资本的主要输入国是比较富裕、资源丰富、与输出国的“亲源”较近的北美洲和大洋洲国家，它们要占世界资本输入的一半以上。在早期资本跨国流动中，受益最大的是加拿大、澳大利亚以及当时还是“新兴市场经济国家”的美国。中国也卷入了此次浪潮。到1914年，共吸引国外投资（以英国和日本资本为主）约16亿美元。当时的政府利用这些资金修筑了一些铁路，搞了一次“中学为体、西学为用”的“洋务运动”。但是，

由于中国当时正处于割地赔款、丧权辱国、军阀混战的多事之秋，外国资本的进入，反而加速了中国半封建、半殖民地化的进程。

两次世界大战期间，是资本跨国流动的第二次浪潮。在这一时期，全球资本市场发生了斗转星移的变化。在资本输出一方，美国不但变成了净债权国，而且迅速取代英国，成为全球资本输出的主要来源。美国持有的国外资产从1919年的65亿美元增加到1929年的148亿美元，并成为拉美和欧洲债券的主要购买者。英国虽然是第一次世界大战的战胜国，但是，由于其经济实力在战争中被大大削弱，以致其资本输出范围萎缩于其殖民地和半殖民地国家。在资本输入一方，欧洲国家，特别是德国，成为最大的借款国。在此期间，一向支撑资本跨国自由流动的国际金本位制受到了真正的冲击。这促使资本在国际间流动的动因也部分地发生了变化：从过去的追求高回报和超额利润，转而主要寻求资本的安全避难地。

两次世界大战期间，是中国近代史上经济发展的"黄金时期"之一。此间，又有约16亿美元的外资（主要是美国和日本资本）进入中国。在此基础上，中国出现了一些现代采矿、纺织、化学及食品工业。应当说，中国现代轻工业的基础，有一些就是在那时奠定的。

第二次世界大战中止了此次资本流动进一步发展的势头。从第二次世界大战结束到20世纪80年代初期，是资本跨国流动的第三个阶段。由于布雷顿森林体系的建立，所以从第二次世界大战结束到1973年该体系正式崩溃为止的近30年中，资本的跨国流动在相当程度上就具有了"美元"特色。美国跨国公司的对外投资和以"美援"为依托的美元在国际间的大规模流动，构成了资本跨国流动的主流。这一时期的资本跨国流动，对于世界各国的经济复兴，产生了重要的推动作用。

1973年后的两次石油危机使中东产油国家积累了大笔美元资本。那些国家掌握的巨额"石油美元"，首先"回流"到西方国家的银行，然后，再从西方国家银行以贷款形式流入亚洲和拉美国家。这次石油美元回流总额约为1 600多亿美元，它对亚洲"四小龙"的起飞和巴西等国70年代的经济"奇迹"，产生了极大的推动作用。此次资本跨国流动因80年代初期的拉美债务危机而告结束。

与此同时，随着欧洲的重建和世界经济的复兴，西方主要发达国家的货币，如德国马克、法国法郎、英国英镑以及后来的日元等等，开始在国际经济活动中发挥日益重要的作用。资本跨国流动从70年代之前的从美国的单向输出，转变为资本在各国之间的相互流动；所使用的货币也从单一的美元，转变为多元货币。

直到 20 世纪 80 年代之前，从总量来看，资本跨国流动的 75%以上是在发达国家之间“横向”进行的，余下的不到 25%才是发达国家对发展中国家的“垂直”输出。值得注意的是，第二次世界大战后发展中国家的崛起，使得一向在资本跨国流动中居于被动接受者和“受害者”地位的发展中国家，也能够从国际资本的流动中获取利益，甚至开始在资本跨国流动中扮演某种资本输出的角色。亚洲“四小龙”、南美洲的一些发展中国家以及后来的亚洲“四小虎”，先是利用外资发展了本国的经济，然后也逐步加入了资本输出国的行列。

20 世纪 90 年代以来，国际资本流动进入第四个阶段——全球化发展时期。一是国际资本流动规模的扩张速度，远高于全球国内生产总值和国际贸易的增长速度。二是国际资本流动速度加快，资本流动性显著提高。这主要得益于金融技术和金融创新的广泛使用。三是国际资本流动仍高度集中于发达国家之间。2000 年，71%的世界外国直接投资流入额和 82%的世界外国直接投资的流出额发生在欧盟、美国和日本之间。国际银行贷款和证券投资的集中程度更为显著。截至 2001 年 3 月的国际银行贷款总量中，发达国家获得的贷款占 78.2%；在国际债务工具市场的净发行中，发达国家占 86%。在资本流出国中，欧洲开始逐渐取代美国成为国际资本的最大来源地。2000 年英国的对外直接投资总额达2 500亿美元，法国为1 730亿美元，远远高于美国的1 390亿美元。四是流向新兴市场经济体的国际资本，常常伴随着国际市场利率升降、发达国家的经济周期和世界经济的波动而大起大落。20 世纪 90 年代前半期，新兴市场经济体获得的外国资本净流入总额高达 1.1 万亿美元。但在 1997 年亚洲金融危机发生后急剧逆转，2000 年国际资本净流入仅为 19 亿美元。

国际资本流动中的私人资本和机构投资者

资本流动全球化时期，最突出的特征是私人资本取代官方资本，成为全球资本流动的主体。官方资本主要指的是国家之间双边的和多边的援助、国际经济组织（如世界银行、IMF、亚洲开发银行等）的开发贷款等；私人资本指的是商业银行贷款以及通过发行股票和各种债务工具所引起的资金流动。1990 年，全部流向发展中国家的资金中，从官方来源的净借入占 42%，到了 1997 年，私人资本便已经占到 90%左右了。

在全球资本流动私人化的浪潮中，机构投资者地位的急剧上升最为引人注目。机构投资者，又称为“资产管理者”，是从事大规模证券交易的机构。国际清算银行把机构投资者分为三类：集体投资机构、保险公司和养老基金。由机构投资者组成的产业被称为资产管理产业。资产管理产业的资金是通过各种合约聚

集起来的，其资产则是巨大的证券组合。

机构投资者对于全球金融体系的重要性，可以从其管理的资产的规模的不断扩大中明显看出来。在工业化国家中，由这些机构持有和管理的资产总量已经超过了GDP的规模。1995年，美国、日本、德国、法国、英国机构投资者所管理的资产总额即分别达到105 010亿美元、30 350亿美元、11 130亿美元、11 590亿美元和17 900亿美元。

机构投资者在各国国内大发展的结果之一，就是其业务向全球金融市场延伸。传统上，诸如养老基金和保险公司等机构几乎全部投资于国内市场，有些国家甚至还有法律限制。近年来，这种情况大大改变了。1996年美国养老基金、保险公司、集体投资机构持有资产中外国股票和债券的比重分别为11%、7%和7%，英国的这一比例分别为28%、18%和15%，加拿大则为17%、26%和37%。

国际资本流动的经济影响

整体上看，国际资本流动促进了世界经济的增长和稳定，表现在如下一些方面：

——国际资本流动在一定程度上打破了国与国之间的界限，使资本得以在全球范围内进行有效配置，有利于世界总产量的提高和经济福利的增加。

——通过各种方式的投资和贷款，使得国际支付能力有效地在各国间进行转移，有助于国际贸易的顺利开展和全球性国际收支的平衡。

——特别是国际直接投资有效地促进了生产技术在全球范围的传播，使科学技术成为人类的共同财富。

——国际证券投资可以使投资者对其有价证券资产进行更为广泛的多元化组合，从而分散投资风险。

国际资本流动对世界经济也带来了一些不利影响，主要是冲击了所在国的经济，便捷了国际金融风险的传递。

国际资本流动，无论对输入国经济还是对输出国经济，影响都是多渠道、多方面的，必须进行具体、细致、瞻前顾后、全面综合的分析、估价。而且任一方面的影响大多是有利有弊，必须衡量得失，判明主导方面。

我国的利用外资

外资，是与本国资本相对而言的，即在本国境内使用，但所有权属于外国人（包括外国法人和自然人）的资本。由于我国一国四地的特殊情况，香港、澳门、

台湾属于单独关税区和相对独立的经济体，所以这几个地区在大陆的投资，也视同外资，适用与外资相同的法律、政策。

利用外资是我国改革开放的重要战略措施。它有利于弥补国内建设资金的不足，有利于引进先进技术促进产业升级，有利于吸收先进的企业经营管理经验，有利于创造更多的就业机会和增加国家财税收入。实践也已充分证明，利用外资对我国国民经济的快速、健康、稳定发展发挥了不可替代的作用。

利用外资的形式多种多样，其中最主要的有外国直接投资、对外借款、发行债券和股票上市融资四种。

外国直接投资（FDI），是指非居民对我国的公司型或非公司型企业投资，并由此而获得对企业的管理控制权。其具体方式包括：（1）在我国开办独资企业；（2）收购或合并我国企业；（3）与我国企业合资开办企业；（4）对我国企业进行一定比例以上的股权投资（通常为10%以上）；（5）利润再投资。我国采用最多的直接投资方式是中外合资经营企业、中外合作经营企业、外商独资经营企业和合作开发。此外，还有补偿贸易、加工装配等形式。

外商直接投资一直是我国利用外资的主导方式。截至2001年底，我国累计批准外商投资企业390 484个，合同外商投资金额7 459.09亿美元，实际使用外资3 954.69亿美元，成为世界上吸收外商投资最多的国家之一。加入WTO以后，我国吸收外商投资的法律法规和政策将进行大幅度调整，外商投资趋势也会出现新的变化，服务业吸引外资比重和外资技术含量将会提高。

对外借款主要有外国政府贷款、国际金融组织贷款、国际商业贷款等。一般将外国政府贷款和国际金融组织贷款统称为优惠贷款。外国政府贷款也称为双边政府贷款，具有一定的援助性质，期限长，利率低。但是债权人对贷款的投向有一定的限制。目前我国的外国政府贷款主要投向城市基础设施、环境保护等非营利项目。国际金融组织贷款是指由国际金融组织，如世界银行、亚洲开发银行等，向我国政府或企业提供的贷款。国际商业贷款则是我国从境外商业性金融机构获得的贷款。

在国际金融市场上发行的以外币表示的债券是一种广泛采用的筹资渠道。国际金融市场上发行的债券种类繁多，如在美国市场上以美元计值的扬基债券（Yankee bond），在日本市场上以日元计值的武士债券（Samurai bond），在欧洲市场上以不同货币计值的欧洲债券（Eurobond）；除债券外，还包括大额可转让存单、商业票据等等。

股票融资，是指境内的企业以现有资产或以新设立的公司的名义在境外发行股票并在境外证券交易所上市的融资活动。最近几年，境外股票融资已成为我国

重要的利用外资手段。

此外，还有项目融资、国际金融租赁等利用外资的方式。

项目融资（project finance）是指以境内项目的名义在境外筹措外汇资金，并仅以项目自身的预期收入和资产对外承担债务偿还责任的融资方式。就项目本身来说，属于外商投资企业；就融资方式来说，属于对外借款。项目融资主要适用于发电设施、高等级公路、城市供水及污水处理等基础设施项目，以及其他投资规模大、具有长期稳定预期收入的建设项目。

国际金融租赁是指以获得租赁物所有权为目的，并且租金包含租赁物成本的一种租赁方式。租赁期限比较长，租赁到期后，承租人有权选择以较低的价格购买租赁物。我国较多采用这种融资方式的行业是民用航空业。

外债

外债（external debt），指一切本国居民对非居民承担的、契约性的、以外国货币或者本国货币为核算单位的、有偿还义务的负债。上述的对外借款、发行外币债券即是典型的外债。

外债指标一般都是以余额表示，属时点指标。外债的债务形式主要包括有价证券、贸易信贷、贷款、货币和存款以及金融租赁等形式。外债的债务主体囊括各级政府、中央银行、各类金融机构非金融机构以及个人等。从债务的期限看，分中长期外债和短期外债。国际组织倡导以剩余期限为准的“期限分类”。例如，一笔期限为 10 年的外债，在进行到第 9 年后，相应的外债余额将被统计在短期外债，而不是长期外债之中。

我国的外债包括境内的机关、团体、企业（包含外商投资企业）、事业单位、金融机构，向境外的国际金融组织、外国政府、金融机构、企业或者其他机构，用外国货币承担的具有契约性偿还义务的全部债务。债务类型主要包括国际金融组织贷款、外国政府贷款、外国银行和金融机构贷款、买方信贷、外国企业贷款、发行外币债券、国际金融租赁、延期付款、补偿贸易中直接以现汇偿还的债务以及其他形式的外债。

外资、外债的规模管理

外资、外债规模都会影响国际收支的长期平衡。借用外债，迟早要还本付息，并且要支付外汇。利用外债的规模过大，势必增加以后平衡外汇收支的难度，甚至于陷入债务陷阱，失去信誉。利用外债，要求有相应的配套资金，偿债时还需筹措还本付息的外汇资金。如果外债规模过大，可能迫使财政收支和银行

信贷收支失衡，带来需求膨胀的后果。

就与国内经济联系来说，确定外债规模要考虑两个基本因素：国内资金的需要、偿还外债的能力。

所谓国内资金需要，按照“两个缺口”理论，有两层含义：（1）资金缺口，是指为保持一定经济增长速度所需投入的资金与国内本身所能积累的资金的差额；（2）外汇缺口，是指为尽快提高本国生产和技术水平，常需进口相当数量的先进技术和设备等，而可动用的外汇收入如一时难以满足需要而出现的外汇差额。就我国具体情况而言，在保持一定的国内资金积累率前提下，引进外资是必要的。

关于偿债能力，从宏观角度看，国际上通行的衡量外债规模的指标包括：

（1）偿债率，也叫外债偿还率（debt service ratio）：为当年中长期外债还本付息额加上短期外债付息额与当年货物和服务项下外汇收入之比，用以反映一个国家当年所能够承受的还本付息能力，警戒线为20%。（2）债务率（debt ratio）：是指年末外债余额与当年货物和服务贸易外汇收入之比，用以反映一国国际收支口径的对外债总余额的承受能力，警戒线为100%。（3）负债率（liability ratio）：指外债余额与国民生产总值之比，用于反映国民经济状况与外债余额相适应的关系，警戒线为20%。

在外债的规模掌握中，上述指标均为参考指标。对于具体的国家来说，判断其外债规模和增长速度合理与否，要综合、动态地考虑该国经济发展的水平、经济发展战略、贸易产品结构、外债的投向、外汇储备水平以及国际资本流动形势等因素。

由于利用外资的借入与偿还之间存在一个时间差，这里还有一个根据经济发展的不同阶段，具体掌握外资规模的问题。一般说，在经济发展起步阶段，技术落后和资金不足是特点，需要利用外资，外资规模呈逐步上升趋势；同时暂时允许贸易有适量的逆差，以增加国内社会商品使用额，满足技术改造的需要。但是，随着偿债高潮的到来，同时国内经济实力也有所增强，则要求争取变贸易逆差为顺差，积累偿债能力。要做到这一点，需要使经济保持一定的增长速度，出口应有更高一些的速度，为形成贸易顺差提供物质基础。同时提高国内资金积累率，以应付偿债的资金需要。

由于外债是一种契约性债务，因此外债对于债权人和债务人来说，都存在一定的风险。对于债务人来说，主要考虑相应的外汇风险和利率风险。外债所选择的计算货币如果升值或者贬值，会直接增加债务人或者减少债务人的还债负担。例如，20世纪80年代至90年代中期，日元的不断升值，使得借用日元外债的

国家债务负担不断上升，不堪其负。在利率水平发生变化时，选择固定利率的外债和浮动汇率的外债其偿还负担就会有所不同。

此外，对于外债的期限进行管理也是外债管理的重要内容。常用的指标是长期债务和短期债务的比例，或者说一国的短期外债占整个外债的比例。由于短期外债易受到国际市场的影响，风险较大，一般以不超过外债总额的 20% 为宜。应避免将短期外债投入到长期项目中，即人们常说的短贷长用。

截至 2001 年 6 月底，我国外债余额为1 704.1亿美元（不包括香港特区、澳门特区和台湾地区对外负债，下同），其中中长期外债余额为1 128.8亿美元；短期外债余额为 575.3 亿美元。在1 704.1亿美元外债余额中，国务院部委借入的主权债务余额为 496.9 亿美元；中资金融机构债务余额为 337.6 亿美元；外商投资企业债务余额为 340.7 亿美元；国内企业债务余额为 116.0 亿美元；租赁公司及其他单位债务余额为 7.6 亿美元；境内外资金融机构债务余额为 161.2 亿美元；中资金融机构吸收的离岸存款余额为 5.1 亿美元；贸易信贷余额为 239 亿美元。各项指标基本位于警戒线之内。外债总量适度，期限结构基本合理。

我国的境外投资

在大量吸引国外投资的同时，我国也有许多企业积极“走出去”在境外进行投资，从事跨国经营活动。境外投资扩大了对外经济技术交流，促进了中国和企业所在国（地区）的经济发展，加强了友好合作。许多企业取得了较好的经济效益，积累了相应的管理经验。

早在新中国成立之初，我国就有一些境外投资活动，主要是在境外开办海洋运输、金融、贸易等合营或独资企业。改革开放后，吸引外资很快受到重视，境外投资是直到 20 世纪 90 年代初才开始进入视野。截至 2001 年 6 月底，我国在 160 多个国家和地区设立的非金融类企业总数6 439家，协议投资总额达 116.32 亿美元，其中中方协议投资额为 77.82 亿美元。分布在港澳地区的，占对外投资额的 47.33%。整体上说，我国的境外投资仍处于极低的水平。

资本外逃

在合法的资本流出之外，以规避资本流动管理为目的的资本外逃（capital flight）现象在我国也较为严重。突出表现为我国国际收支平衡表中“错误与遗漏”项目的数额居高不下。20 世纪 90 年代初期，我国国际收支的错误与遗漏项只有几十亿美元，而 1997、1998 两年，该数额均超过 160 亿美元。从年度数据看，我国资本外逃自 1992 年起显著上升，在亚洲金融危机期间，资本外逃额的

上升幅度更大。

非法资本流动所采取的形式多种多样，操作复杂而隐蔽。较为简单并且大量采取的操作手法，如出口商低报合同金额，则实际收入的外汇就会大于合同金额，依据合同结汇，就可以将多出的外汇资金投资到国外资产上；进口商会高报合同金额，则实际支出的外汇金额就会小于购入的外汇，从而也能有一部分外汇逃脱监管。至于复杂、隐蔽的操作技巧，除非专业人士则不易识破。

第五节　对外收支与货币均衡

以下两节讨论国际收支与国内货币均衡和市场总供求的联系。国际收支中的主要部分是外汇收支，而相互之间的联系也主要通过外汇收支环节，所以讨论环绕外汇收支展开。

贸易收支中人民币资金与外汇资金的转化

贸易、服务项目收支是经常项目中最主要的项目，无论是出口创汇收入还是进口用汇，在国际收支总额中都占有绝对大的比重。贸易收支表现为以外币表示的外汇资金，但又与人民币资金的收支密切联系在一起。这包括两方面：一是两种资金形式的相互转化；二是两者在转化中的资金增殖或亏耗问题。

贸易、服务项目收支的实质，是国内外商品、服务的转换。完成这种转换需要借助两种货币形态：外汇与人民币。随着商品、服务的不断交换，必然反映为外汇资金与人民币资金的不断相互转换过程。

从出口创汇看，组织出口商品的生产和收购必须先垫支人民币资金。生产出口品要垫支流动资金和固定资金，要购买原材料和设备，销售出口品要占用大量商品储备资金，即使旅游服务也要用一笔人民币资金，兴建旅游设施和储备商品。只有垫付了人民币，然后才谈得上收入外汇。出口单位收入外汇后，按照我国外汇管理规定，需将外汇卖给银行，由银行付给人民币，即所谓结汇。经过结汇，外汇资金又转化为人民币资金。所以，出口创汇收入的过程，即表现为人民币资金——外汇资金——人民币资金的不断转化。

从进口用汇看，进口单位首先要用人民币资金向银行购买外汇，用以支付进口价款和费用，即人民币资金转换为外汇资金；商品进口后在国内销售，又回复到人民币资金形态。这里同样经历着人民币资金与外汇资金的不断转换过程。

如果把出口与进口当成整体分析，贸易外汇与人民币资金收支的转化过程如

图 17—1。

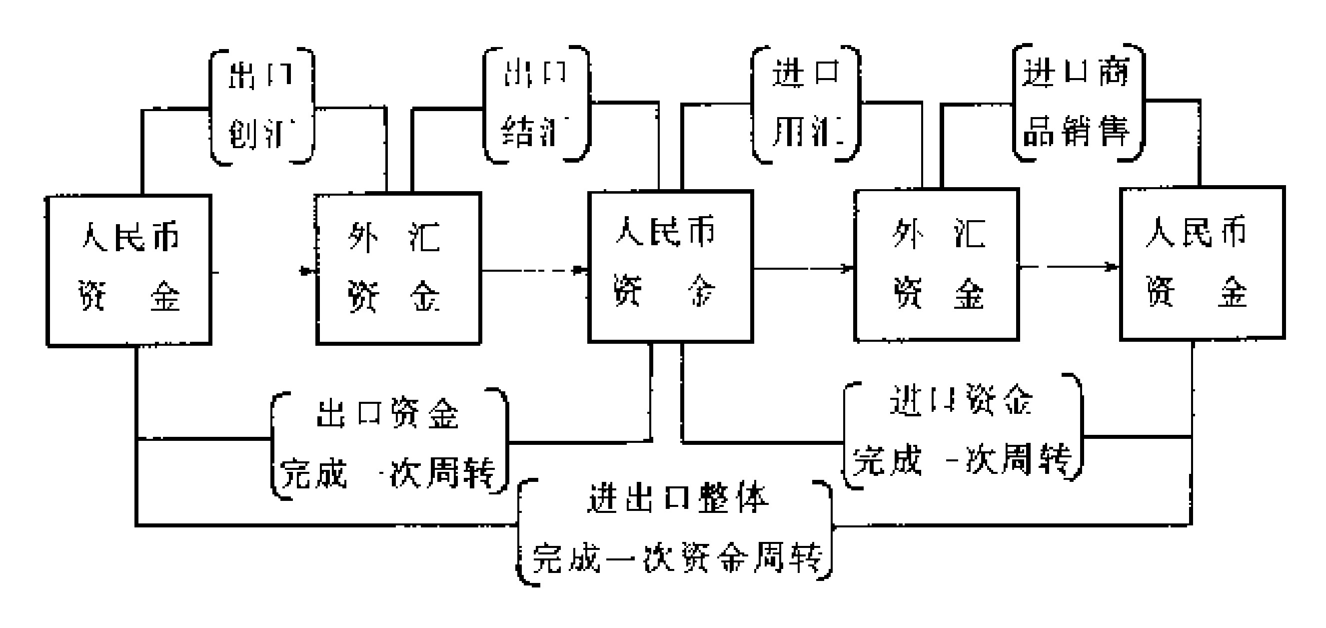


图 17—1 贸易外汇与人民币资金转化过程

从外汇资金与人民币资金转化的全过程可以看到：

1. 出口单位收入外汇，到银行结汇，收回原垫支的人民币资金，就出口企业来说，可以算是完成了一次人民币资金周转。可是对外贸易的经济过程并未完结——还有进口。只有当银行购入的外汇再被用于进口，并当进口品销售出去再次转化为人民币资金后，才可以说人民币资金在外贸的过程中真正完成了一个全周转。显然，衔接好外汇收入与支出极为重要。

2. 在人民币资金与外汇资金相互转化之中所需的人民币资金，或是来自企业本身，或是银行贷款，或是财政投资。因此，外汇收支不仅涉及企业资金周转，还关系到银行信贷收支和财政收支。进出口所反映的资金周转主要是流动资金。在当前，不少企业都处于对银行高负债运行的情况下，分析外汇和人民币两种资金的转化，实际在很大程度上是要具体分析外汇收支与银行信贷收支的联系。

3. 由于外汇收入和支出是不间断的过程，为此垫支的人民币资金也相应形成一个经常性的存量。随着商品、服务进出口的增长，要垫用的人民币资金不断扩大，相应地，贷款也要不断增大。与之同时，还有银行外汇占用数量的增长。这都与货币的供需有着密切的联系。

商品、服务进出口的经营活动作为一种经营活动，作为一个资金周转过程，应该取得资金增殖即盈利的效果。当然，实际生活中也可能出现亏损。

由于出口与进口作为统一过程的两个阶段，人民币资金相应有两次垫支、两次回流。在每一阶段中都可能发生盈亏问题：出口盈亏与进口盈亏。当然，理想的结局是进出口都能盈利，但并不都是能够做到这样的理想要求的。不过，从一

个国家看，进出口是一个统一体，需要统一考虑进出口盈亏问题，如一方有所失，另一方有所得，得大于失，发展进出口仍是值得的。

争取进出口盈利的关键，是优化出口结构，改善贸易条件，实现出口能卖得好的价钱，进口价格力争合理。进出口盈亏有着不同于国内商品交易盈亏的特点。在国内商品交易中，往往也出现一方得利一方亏本。但不论谁得谁失，毕竟都留在国内。而进出口是沟通内外经济的桥梁，一头在国内，一头在国外。如果像曾经发生的那样，在国内竞相高价收购，然后低价出口，没有卖得应有的价格，而进口商品又不力争价格公平，这则意味着“肥水流入外人田”。

资本收支与人民币资金

资本项目收支反映为外汇资金的流入、流出，意味着国内可用资金的增减，而且还会涉及以本币形态存在的资金，在我国即是人民币资金。目前我国资本项目收支主要表现为利用外资，这里围绕利用外资讨论。

1. 配套人民币资金。利用外资建设某一项目，国内常需配合有人民币投资。这里存在两个层次的配套：第一个层次是建设项目的配套。利用外资主要是引进关键性设备和专有技术，至于相关的土建工程、辅助车间、国内能生产的配套设备，则需由国内人民币投资来解决。这习惯称为小配套。第二个层次是大配套。为了配合引进一个大项目，往往还需进行有关的生产、能源、交通、商业、生活设施等城市建设方面的新建或扩建工程。为此也需要大量人民币投资。显然，没有这些项目内、外的配套，利用外资引进的设备和技术是难以发挥作用的。此外，引进项目投产后，还要提供人民币流动资金，在企业本身资金有限的情况下，势必要求助于银行。即使就直接投资形式，往往也需要国内提供流动资金贷款或更新改造贷款。这类资金需要常常超过外商投入的注册资本。

2. 利用外资的还本付息。利用外资的还本付息方式大体可分两种类型：(1) 要求在项目投产前还本付息。显然这必须另找资金来源，通常是要求银行或财政给予支持。(2) 在项目建成投产后还本付息。企业投产后有了销货收入，自然有了还本付息的资金来源。但还需要看企业销售收入经过各种扣除后能有多少利润。如果项目资金利润率较低，在还款期内其利润收入尚不足以满足还本付息的需要，同样也还需要另找资金来源，少不了银行和财政的支持。

外债的还本付息，必须付外汇。因此，为了还本付息，不仅需要企业、财政和银行筹集相应的人民币资金，而且还要将人民币资金转化为外汇资金。换句话说，还有赖于发展商品、服务出口。由上可见，即使是利用外资也不能与人民币资金“脱钩”。

开放经济下的货币供给

由对外经济交易引起的国际收支，必然影响国内货币供给和货币流通状况。这种影响又因所实行的汇率制度的不同而有所差异。

在固定汇率制度下，外汇收支对货币供给的影响表现在两个层次上：商业银行活动、中央银行活动。商业银行一般经营外汇买卖。当其购入外汇时，外汇资产增加，由购买外汇而支付的本国货币相应地形成银行存款负债增加，扩大了货币供应量；反之，当商业银行卖出外汇时，外汇资产减少，由于客户要动用本币存款购买外汇，银行存款负债减少，货币供给量相应缩减。所以，在一国外汇收支顺差时，商业银行购入外汇大于售出，外汇库存净增长，货币供给量也表现为净增加，反之，则相反。

在固定汇率制度下，中央银行有义务防止汇率变动超过允许的幅度。如外汇供给过大，相对于本币，外汇汇率趋降，中央银行势必出面干预——在市场上收购外汇。其结果是商业银行把部分外汇卖给中央银行，并相应增加在中央银行的存款准备金，从而加强派生能力，有可能扩大货币供给量。可见，在固定汇率制度下，一国外汇收支有顺差，则构成增加货币供给的压力。当然，如果外汇收支是逆差，则会相应缩减货币供应量。

在浮动汇率制度下，政府不再承担维持汇率的义务，汇率主要受市场供求关系的变动来调节。在这种汇率制度下，由于政府一般不再进行干预以维持某一固定汇率水平，在市场外汇供求关系调节下，外汇收支逆差国的货币汇率会下降，外汇收支顺差国的货币汇率会上升。而市场汇率的变动，则会引起外汇收支顺差或逆差向反方向变化的后果，并使原来出现的外汇收支逆差和顺差有可能是一种短暂的现象。在浮动汇率下，由于外汇收支逆差或顺差可能在较短期间得到某种矫正，因而从理论上说，与固定汇率下的情况有所不同，不致因外汇收支逆差或顺差的长期存在而导致货币供给量的长期扩张或收缩。不过，说政府没有维持汇率的义务并不等于说它不能干预汇市。当政府为了实现某种政策目标而在公开市场上收购或抛售外汇时，自然会引起货币供应量的扩张或收缩。

我国自 1994 年以来，实行有管理的浮动汇率制。在管理浮动汇率制下，中央银行也可对外汇市场进行干预，以使市场汇率朝有利于己的方向变动。现阶段，我国在外汇管理方面实行结售汇制，规定企业、单位和个人收入的外汇，全部或相当部分要卖给外汇指定银行，由银行付给本币；其所需外汇，在经常项目以内，则以本币向银行购买。因而，外汇收支与货币供给量有着直接联系。如果出现外汇收支顺差，就会相应扩大货币供应量；如果出现外汇收支逆差，则要相应减少货币供应量。随着国际收支规模急速的扩大，我国基础货币的投放已不完

全决定于国内银行信贷规模，而在相当程度上决定于涉外因素。

开放经济下我国的货币供给模型

通过对中央银行和存款货币银行资产负债表的分析可以概括出开放经济下我国的货币供给模型。见表 17—3 和表 17—4。

表 17—3　　中国人民银行资产负债表

资　产		负　债	
国外资产	NFA	基础货币	B
国内资产		法定准备金	LR
对政府的债权（净）	NCG	备付金	RFS
对银行的债权	COB	流通中现金	$M0$
其他项目净额	OIN	非金融部门存款	DNF

由复式记账原理得：

$$NFA+(NCG+COB+OIN)=LR+RFS+M0+DNF \qquad (17\cdot1)$$

表 17—4　　中国存款货币银行资产负债表

资　产		负　债	
贷款	C	存款	D
法定准备金	LR	对中央银行负债	COB
备付金	RFS		
其他项目净额	$BOIN$		

由复式记账原理得：

$$C+LR+RFS+BOIN=D+COB \qquad (17\cdot2)$$

将以上两个资产负债表合并，得下式：

$$NFA+(NCG+OIN+C+BOIN)=M0+D+DNF \qquad (17\cdot3)$$

$NCG+OIN+C+BOIN$ 实为国内净资产，以 NDC 表示；$M0+D+DNF$ 实为货币供应量，以 M_s 表示，便可得到开放经济下的货币供应模型：

$$NFA+NDC=M_s \qquad (17\cdot4)$$

模型表明，在开放经济下，我国货币供应量由银行体系产生的国内净资产和中央银行持有的国外净资产（主要是外汇储备）两部分构成。也就是说，决定 M_s 的因素既有国内因素 NDC，也有国外因素 NFA。

中央银行的外汇操作

1994 年 3 月，当我国银行间外汇市场开始运行的时候，中国人民银行就在

这个市场上，以抛售或收购某种货币的方式来平抑汇价，使汇价的上下浮动限定在一定的狭小区间之内。从 1994 年 3 月到 1997 年东南亚金融危机爆发的这一段，在人民币升值压力下，人民银行的外汇操作保持了人民币汇率的平稳上浮；在东南亚危机之间直至现在，人民银行的外汇操作则成功地保持了人民币汇率稳定。

中央银行外汇操作的机理如图 17—2 所示。

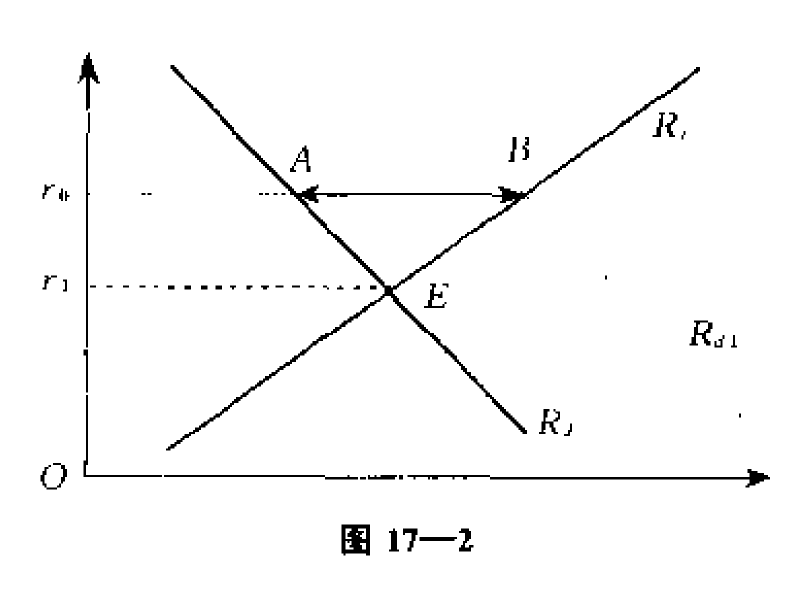


图 17—2

这是一个外汇市场的曲线图。图中的 R_s 为人民币供给曲线，R_d、R_{d1} 为人民币需求曲线，AB 线段系在汇率为 r_0 时，相对于期望保持的汇率来讲的人民币供给的多余部分。如果让汇率自由波动，人民币的对外价值将下跌到 r_1。如果中央银行进行干预，在外汇市场上用美元买进相当于 AB 线段数量的人民币，这就等于把新的人民币需求加到市场原有的需求之上。于是人民币需求从 R_d 向右平移到 R_{d1}，汇率 r_0 得以维持。

中央银行进行调节汇率的外汇操作，是以外汇储备为支撑的。但需要指出的是，中央银行有能力影响汇率，并不单单是依靠外汇储备。就完全的开放经济来说，中央银行尽管有大量外汇储备，但相对于上万亿美元的全球外汇市场日交易额来说，单靠它调节汇率，无疑是杯水车薪。在实际经济中，中央银行有能力影响汇率，很大程度上是通过公布政策从而改变私人市场行为来获得的。也即外汇操作不能仅仅依靠外汇的买进卖出，而是要与“宣示效应”进行配合。毕竟，如果私人交易商认为中央银行正在支持货币贬值，他就不愿意将赌注押在货币升值上。

冲销性操作和非冲销性操作

牵涉到国内的货币供给，中央银行的外汇操作方式有两种：冲销性的和非冲销性的。冲销性操作（sterilized operation）是指当汇率出现不恰当波动时，中央

银行一方面进入外汇市场抛出或补进外汇使汇率达到适当水平，与之同时，则通过购买或出售政府债券等国内资产来抵消因干预汇率而释放或回笼本国货币的影响，以维持国内货币供应量不变。非冲销性操作（unsterilized operation）是指央行在买卖外汇、干预市场的同时，并未采取任何抵消因干预汇率而影响本国货币供给的措施，从而外汇买卖的结果是国内货币供应量的净增或净减。

一般考虑，兼顾内外的冲销性操作是较好的选择。实践中，各国央行也多运用冲销性操作。然而选择怎样的操作，取决于客观条件提供的可能。也有相当多数学者的研究表明，冲销性操作对汇率的影响只是暂时的，在长期内则趋于无效。

1994年及其以后的两三年，我国外汇储备迅速增长。人民银行对外汇的大量收购相应地增大了商业银行在中央银行的准备存款，也即意味着面对基础货币迅速增大的压力。但与之同时，人民银行大量压缩了对商业银行的再贷款，而商业银行也有条件归还对中央银行的再贷款，这则成为减少基础货币的因素。增减对销，因而使基础货币的增长速度没有因外汇储备大量增长而出现失控的局面。这可以说是冲销性操作的典型。

第六节 对外收支与市场总供求

国内外经济交流的渠道

外汇收支同国内经济周转存在着紧密联系。

——就贸易外汇收支而言，出口商品来自国内生产的产品，所需燃料、原材料等来自国内各生产部门；进口的原材料、设备、技术则用于国内各生产部门。因此，贸易外汇收支与国内经济有着千丝万缕的实物补偿和价值补偿的联系。

——就资本项目外汇收支而言，会相应引起资本的净出口或净进口，随之会增加或减少国内可使用的资金总量。

——无论是贸易收支或资本收支，一般都存在与本国货币兑换的问题。

外汇收支与市场总供求

总供求状况是经济均衡中的基本问题，也是其主要标志。在对外开放条件下，影响总供求的变量扩大了。诸如商品进出口、资本流出入和非贸易收支等，构成新的因素。

1. 来自贸易收支的影响。商品出口表示国外对国内商品的需求，构成扩大

总需求的因素；商品进口则表示增加国内商品可供量，构成扩大总供给的因素。将进出口因素引入，总供给和总需求均衡的公式可扩展为：

$$\text{消费支出}+\text{投资支出}+\text{出口}=\text{消费品供应}+\text{生产品供应}+\text{进口} \qquad (17\cdot5)$$

移项可得：

$$\text{消费支出}+\text{投资支出}+(\text{出口}-\text{进口})=\text{消费品供应}+\text{生产品供应} \qquad (17\cdot6)$$

2. 来自资本流出入的影响。资本流入，如同国内投资支出一样，会扩大总需求；资本流出，表示部分投资流向国外，国内投资需求减少，总供给相对扩大。如果计入资本流出入因素，总供求平衡式可列为：

$$\text{消费支出}+\text{投资支出}+(\text{出口}-\text{进口})+\text{资本流入}=\text{消费品供应}+\text{生产品供应}+\text{资本流出} \qquad (17\cdot7)$$

移项可得：

$$\text{消费支出}+\text{投资支出}+(\text{出口}-\text{进口})=\text{消费品供应}+\text{生产品供应}+\left(\text{资本流出}-\text{资本流入}\right) \qquad (17\cdot8)$$

3. 来自非贸易收支的影响。我国习惯上指以下收支的影响：

第一，指侨汇收支。它对总供给和总需求的影响类似于资本收支。因此，可以把侨汇收入视同资本流入，把侨汇支出视同资本流出。当然，在性质上是有差异的，侨汇收支不像资本收支那样存在资金回流和投资收益汇出等问题。

第二，指服务收支。服务进口时，国外的工人、工程技术人员在国内工作，其所得报酬一部分流往国外，一部分在国内用于购买商品和支付服务。前一部分与侨汇支出类似。后一部分则相当于国内居民消费支出，因而可将其分别归入侨汇支出和国内消费支出项。至于服务出口，我国工人、工程技术人员去国外工作，其所得报酬部分汇回国内，相当于侨汇收入，可归入该项；另一部分在国外用于购买商品和劳务，不影响国内总供给和总需求。

第三，指其他收支，包括各种出入国境者的收支。它对总供给、总需求的影响类同侨汇收支。

经过对外汇收支的分析和归并，我们可以把外汇收支对总供给、总需求的影响，简化为进出口、资本收支两大项的影响，以公式表示即如上述的式（17·8)。

外汇收支的调节作用

外汇收支作为沟通内外的桥梁，对总供求还具有特殊的调节作用。

1. 调节社会总产品和国民收入的产出总额及其在分配、使用方面的矛盾。

在封闭经济条件下，一国只能在一定时期内现有的社会总产品和国民收入范围内进行分配和再分配。国家可以通过财政、银行、价格等手段引导和调节使用的方向，却不可能增加社会总产品和国民收入总量。即使从货币价值形式考察，由于财政赤字、信用膨胀有可能增加货币供应，形成国民收入在价值形态上的“超分配”现象，但在使用价值上并没有、也不可能有超分配。但是，开放经济条件下通过调节外汇收支，则有可能使一定时期内社会总产品的分配额和使用额并不简单受生产额所制约。例如，在一定时期内保持进口大于出口，并利用吸收外资的措施保持收支平衡，则可使社会总产品得到一个追加额，并在国内生产总额既定的情况下相应地增加分配额和使用额。反之，在一定时期内保持出口大于进口，增加外汇储备，则意味着社会总产品的部分扣除，相应环节国内商品供给的过剩。

2. 促进技术开发和产业结构调整。开发和提高技术水平，是发展生产力的关键所在，对于发展中国家尤为重要。由于历史的原因，发展中国家在经济发展中都面临生产技术水平较落后、产业结构不合理等困难。为了尽快提高技术水平，在现代技术的基础上改善产业结构，如果条件允许的话，则可调节外汇收支，或是扩大出口，或是利用外资，以引进国外先进的技术和设备及重要原材料。这样，可以以较快速度提高生产技术水平，调整产业结构，增大社会商品供给。

3. 转化资源。社会总供给与总需求不仅要求总量平衡，而且还有一个结构协调的问题。随着经济发展和收入水平的提高，社会需求结构不断变化，从面要求相应调整社会商品供给结构。可是一国很难拥有一切所需资源，或是受技术限制而产出成本过高，以致限制了商品供给结构的改善。这就需要通过调节外汇收支，利用国际市场，出口长线的资源，换回紧缺的资源，进口必要的消费品和生产品，以尽快调整商品供给结构，缓和社会总供给与总需求之间的结构矛盾。这就为调节总供给与总需求提供更大的余地。

4. 提高国民收入，增辟财源。无论是出口商品和服务，或是积极利用外资，最终都会促进生产增长和国民收入增加。此外，只要进出口组织得当，通过交换达到扬长避短，以较少的劳动消耗换得更多的劳动产品，还可从中取得相对利益。

汇率对总供求的影响

汇率反映本币与外币的折算关系，不同的折算比率对总供给和总需求有不同影响。

如外汇按汇率折成本币恰与出口商品的原来的本币价值（出口成本加一定的利润）相等，这大体意味着本币投放形成的社会需求，与用外汇购进的进口商品供应可以基本适应。

如外汇按汇率折成本币小于出口商品的原本币成本，就要发生本币投放形成的社会需求大于用外汇购进进口商品的价值，成为影响社会总供给和总需求平衡的因素。为消除这种影响，就要采取弥补亏损的措施。

如外汇按汇率折成本币大于出口商品的原本币价值，则用外汇购进的进口商品增加，有助于缓和原来的社会总供求紧张现象。

国内经济是基础

从根本上说，外汇收支及其平衡是建立在国内经济良性循环基础之上的。像我们这样的大国，尤其是这样。

1. 无论是发展进出口或是利用外资，其基础在于出口能力的不断增长。对外贸易，没有大出，难以保持大进；利用外资，也是以今后扩大出口、增强偿债能力为条件。这就要求国内生产持续、稳定发展，生产技术水平不断提高，并及时、有效地调整产业结构。特别是瞄准国际市场需要，改善出口结构。如果国内缺乏这样的经济基础，就无从不断扩大外汇收支，难以组织好外汇收支的平衡。

2. 外汇收支与国内资金循环交织在一起，因而受到国内资金循环状况，尤其是财政收支和银行信贷收支平衡状况的制约。

必要的出口品的生产和收购资金、人民币配套资金以及购汇人民币资金，是由财政支出和银行贷款保证的。如果财政和银行本身资金紧张，难以满足需要，自会影响出口创汇和有效地利用外资。因出口资金不足而不能及时收购、出口，因购汇人民币资金不落实而不能及时使用外汇，因配套人民币资金不到位而影响外资的利用，都是曾经出现过的矛盾。如果财政和银行在资金紧张下被迫扩大投资和贷款，则可能导致货币供应过多和社会需求膨胀，这常会恶化贸易差额和外汇收支总差额。

[复习思考题]

1. 什么是国际收支？国际收支的（1）经常项目、（2）资本和金融项目、（3）储备项目和（4）统计的错误与遗漏，它们相互之间在数量上怎样构成一个平衡表的关系？

2. 在复式簿记下，以下的国际交易应如何计人中国的国际收支平衡表？

（1）一位中国居民从美国居民那里进口了价值50 000美元的商品，并约定3

个月后付款；

（2）3个月后，中国居民用他在纽约的银行存款付款；

（3）美国居民用这笔资金购买了中国的B股股票；

（4）美国居民购买的中国B股股票获得了600美元的红利。如果这些交易发生在同一年，它们对中国的国际收支平衡表的净额影响是什么？

3. 什么是国际收支的失衡？失衡是否一定是坏事？国际收支中有许多项目，每个项目都有是顺差还是逆差的问题，是否顺差就是好，逆差就是不好？

4. 美国经常存在大量贸易逆差并同时是世界上最大的负债国。其他国家如果处于类似的状况，人们通常作消极、悲观的估价；而对于美国，人们的判断却是它从中得到了极大的好处。为什么有这么大的出入？

5. 外汇储备少了，缺乏调节国际收支的力量；外汇储备多了，则意味着自己的财富被别人占用。你认为能否找到一个理想的均衡点并有可能持续地保持之？

6. 不少人认为中国一方面放着大量的外汇储备不用，而同时却通过借外债和吸引外资的方式发展国内经济，极不经济、极不明智。从20世纪中期以来，这样的状况的存在已接近十年，为什么就改变不了？

7. 国际资本流动，无论对任何国家的经济，影响都是多渠道、多方面的。试就所学知识，重新论证我国利用外资的方针以及对利用外资的管理。

8. 无论是进出口贸易还是引进外国资本，都有一个人民币资金与外汇资金配套问题。而就微观经济行为主体来说，无论是人民币资金还是外汇资金，都需要从金融领域筹资。这必然涉及汇率与利率。能不能设计一个例子说明这样的复杂过程？

9. 分析比较不同汇率制度下一国的国际收支状况对该国货币供给可能给予的影响。结合我国国际收支和汇率制度的实际，试分析1994年以来，对外因素对于维护人民币的稳定所造成的强大压力以及我们的对策。

10. 试归纳：影响总供求的对外经济联系因素都有哪些。

第十八章

通货膨胀与通货紧缩

第一节　通货膨胀及其度量

古老的通货膨胀问题

通货膨胀成为世界性的问题，是近大半个世纪的事情。在此以前，它只存在于一些国家的非常时期。在西方，人们通常是把通货膨胀与现代经济生活联系在一起的。认为在古代，不存在纸币流通，货币流通中的问题主要是成色低、重量轻的劣质铸币所造成的混乱。但在中国，通货膨胀作为一个重大的经济问题却是相当古老的。

早在10世纪末，我国产生了最早的纸币。当时叫"交子"。以后还有"关子"、"会子"等纸币名称。纸币的大量流通始于南宋，当时官方发行的纸币叫"会子"。由于同时还有白银和铜钱流通，通过兑换，一般还能保值。后来大量发行，遂造成"物价益踊，楮益贱"的局面。"楮"，是那时人们对纸币的称呼。元代是典型的纸币流通，先后发行过"中统元宝钞"、"至元通行宝钞"和"中

统元宝交钞"。其间，大部分时间禁止金银私下买卖，禁止铜钱流通。除最初十余年外，纸币发行日益用于弥补财政赤字，于是出现了通货膨胀。比如，"至元通行宝钞"从其发行到废止先后69年，米价上涨60多倍。明代初年实行"大明宝钞"的纸币制度，铜钱流通为辅。由于大量发钞，纸币迅速贬值，白银遂在经济生活中成为主要流通的货币金属。由此，才结束了从南宋开始的纸币流通历史。如果深入研究通货膨胀理论，中国的这段历史还是值得探讨的。

对通货膨胀概念诠释的演变

关于什么是通货膨胀，苏联的《政治经济学》教科书或《货币银行学》教科书的定义有三个特点：(1) 时常将金属货币流通下的货币必要量作为衡量纸币是否过多的标准。由于纸币和黄金实际早已脱钩，这种把黄金作为纸币价值基础并由此派生出通货膨胀定义的观点已不符合实际。(2) 单纯与弥补财政赤字挂钩，似乎只有财政赤字才能引起过多的货币发行。这样的定义事实上是不懂得现代金融体系在创造货币方面的作用和机制。第十二章已有剖析。(3) 断言通货膨胀是阶级剥夺的手段，只是资本主义经济中的现象，社会主义社会不可能发生。但是，中国及苏联等国都程度不同地遭到通货膨胀的困扰。在这种情况下，将通货膨胀视为资本主义制度下特有经济现象的说法事实上不成立。

20世纪70年代以前，我国有关教材中关于通货膨胀的定义大多引自苏联。改革开放以后，逐步摒弃了如上的一些论断。但对于如何理解通货膨胀这个概念的内涵，还有不同的理解。一种见解强调通货膨胀与物价上涨之间的区别。理由是，物价水平的变动是由多种因素促成的。例如，由于价格结构本身的调整和变化就会引起物价总水平的上升；商品成本构成或劳动生产率变动也会引起物价总水平的上升；也有偶然的天灾、人祸引起物价总水平一时的上升，等等。这些物价上升都不应视为通货膨胀；通货膨胀仅仅应该指流通中货币过多并由此引起的物价上涨。另一种见解是，把这两者区分开往往是非常困难的。事实上，由其他原因引起的物价上升必须有增加的货币供给予以支撑，而过多的货币供给又往往是其他因素起作用的原因。因而认为物价上涨和通货膨胀这两个概念可以等同使用。

西方对通货膨胀的一般界说

在西方经济学教科书中，通常将通货膨胀定义为：商品和服务的货币价格总水平持续上涨的现象。这个定义包含以下几个关节点：(1) 强调把商品和服务的价格作为考察对象，目的在于与股票、债券以及其他金融资产的价格相区别。

（2）强调“货币价格”，即每单位商品、服务用货币数量标出的价格。是要说明，通货膨胀分析中关注的是商品、服务与货币的关系，而不是商品、服务与商品、服务相互之间的对比关系。（3）强调“总水平”，说明这里关注的是普遍的物价水平波动，而不仅仅是地区性的或某类商品及服务的价格波动。（4）关于“持续上涨”，是强调通货膨胀并非偶然的价格跳动，而是一个“过程”，并且这个过程具有上涨的趋向。

在西方经济学文献中，还有以下种种界说：

——通货膨胀指的是需求过度的一种表现，在这种状态下，过多的货币追逐过少的商品。

——通货膨胀是货币存量、货币收入增长过快的表现。

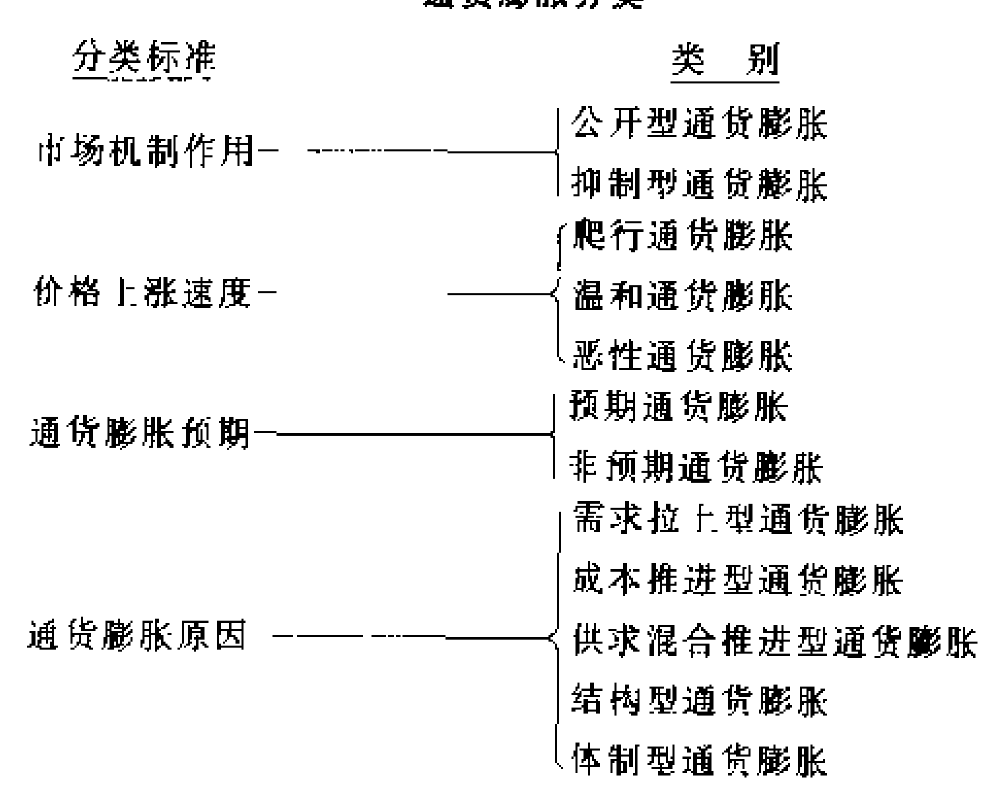
——通货膨胀是在如下条件下的物价水平上涨现象：无法准确预期；能引发进一步的上涨过程；没有增加产出和提高就业效应；其上涨速度超过安全水准；由货币供应的不断增加来支撑；具有不可逆性。

——通货膨胀是货币客观价值的下跌，其度量标准是：黄金价格；汇率；在官方规定金价或汇率条件下对黄金、外汇的过度需求，等等。

通货膨胀的分类

在经济分析过程中，人们还以不同的标准，对通货膨胀进行了分类。具体分类大略可归纳如表 18—1。

表 18—1　　通货膨胀分类



关于公开与隐蔽之分，下面就要谈到；关于成因之分，将是本章第二节的内容。

预期的与非预期的区别，就字面上不难理解，但这种划分的目的在于考察通货膨胀的效应，货币政策一章将有所讲述。这里只就按上涨速度的区分做些说明。

从价格上涨速度的角度对通货膨胀的状态进行区别，关键在于说明爬行、温和及恶性三者的具体数量界限。在20世纪60年代，发达工业国家的公众大都认为年率6%以上的通货膨胀就是难以忍受的了，可视为严重通货膨胀；如果年物价上涨率达到两位数，则可认为发生了恶性通货膨胀（rampant inflation，runaway inflation，galloping inflation，hyperinflation）。70年代由于石油输出国组织垄断提价等因素的影响所造成的世界范围的通货膨胀，使得人们对恶性通货膨胀度量的标准，在看法上有了一定程度的改变。而进入八九十年代，无论是出于拉美债务危机，还是苏联、东欧的激进式改革，再者是亚洲金融动荡等具体原因，相当一部分国家频频出现3位数以上的通货膨胀。在这种情况下，如何确定发展中国家通货膨胀状态的衡量标准，至今仍是一个没有解决的问题。一些经济学家只是对发达国家的通货膨胀上涨速度作了属性界说：如把物价上涨年率不超过2%～3%的状态称为爬行通货膨胀（creeping inflation）；把每月物价上涨速度超过50%的称为恶性或极度通货膨胀，等等。至于何谓温和通货膨胀（moderate inflation），甚至提出一个说法也不容易。

集中计划体制下的隐蔽性通货膨胀

公开性通货膨胀（open inflation）或称显性通货膨胀（evident inflation）是指物价总水平明显的、直接的上涨；而隐蔽性通货膨胀（hidden inflation）则是指货币工资水平没有下降，物价总水平也未提高，但居民实际消费水准却程度不同地有所下降的一种情况。

隐蔽性通货膨胀在苏联及东欧各国、在中国都出现过。这种非公开性通货膨胀的形成条件大体有以下几个：（1）经济体系中已积累了难以消除的过度需求压力；（2）存在着严格的价格管制，这种管制包括对生产企业的定价管理和流通企业的销价管制两方面的内容；（3）实行排斥市场机制的单一行政管理体制。

在存在隐蔽性通货膨胀条件下，消费品供不应求的矛盾，前面有关章节已经提到，主要是以非价格的方式表现出来的。主要如：国家牌价与自由市场价或黑市价之间的巨大价差；一些产品在价格不变的情况下质量下降，等等。按国家物资调拨计划进行管理的生产资料，其供不应求矛盾则表现为质量下降，实际供货数量低于交易量，索取价外的报酬，直到事实上拒绝按照官定价格供货，等等。

在隐蔽的通货膨胀条件下，经济体系中已存在的多余购买力无法通过市场供求的自调节予以消除，而且还必然助长贪污腐败之风。

在改革过程中的双重体制下，通货膨胀则具有公开与隐蔽的双重特点，如一种商品同时具有官定的和市场的双重价格就是一例。

通货膨胀的度量

无论对通货膨胀的定义有何不同，世界各国对通货膨胀程度的度量，实际都是用物价指数。通常说通货膨胀率（inflation rate）多大，实际就是指物价指数上涨了多少。如物价指数上升了5%，通货膨胀率就是5%。如果物价下跌，就用通货膨胀率“负”百分之几来表示。

虽然有人强调对通货膨胀程度应该用货币供给超过客观对货币需求的程度来度量，但至少在目前，还没有形成具体的计算方法。

度量通货膨胀程度所采用的指数主要有三：居民消费物价指数（CPI）、批发物价指数（WPI）和国民生产总值或国内生产总值冲减指数（deflator）[①]。

居民消费价格指数是综合反映一定时期内居民生活消费品和服务项目价格变动的趋势和程度的价格指数。由于直接与公众的日常生活相联系，这个指数在检验通货膨胀效应方面有其他指标难以比拟的优越性。过去，我国只有零售物价指数(RPI)，它反映的只是城乡商品零售价格的变动，不包括住房、服务费用水平的变化；而且其中还包括一部分农村零售的生产资料。居民消费价格指数是20世纪80年代中期开始编制的。到90年代，对通货膨胀的度量已用居民消费价格指数。

批发物价指数是反映全国生产资料和消费资料批发价格变动程度和趋势的价格指数。以批发物价指数度量通货膨胀，其优点是能在最终产品价格变动之前获得工业投入品及非零售消费品的价格变动信号，进而能够判断其对最终进入流通的零售商品价格变动可能带来的影响。这个指标的变动规律同消费物价的变动规律有显著区别。在一般情况下，即使存在过度需求，其波动幅度也常常小于零售商品的价格波动幅度。因而，在使用它判断总供给与总需求对比关系时，可能会出现信号失真现象。

此外，还有生产资料购进价格指数，它是反映工业企业原材料和燃料动力价格变动程度和趋势的指数。该指数在经济分析和宏观决策中广为使用。

国民生产总值冲减指数，或国内生产总值冲减指数，是一个能综合反映物价水准变动情况的指标。它是将国内生产总值或国内生产总值指标的名义值化为实际值所使用的价格指数，是衡量通货膨胀率的基本指标之一。

国民生产总值或国内生产总值冲减指数一般不直接编制，而是先计算不变价

---

① deflator有多种译法，如平减指数、求实指数、扣除率等。

格的国民生产总值或国内生产总值，然后用现价国民生产总值或国内生产总值除以不变价格的国民生产总值或国内生产总值，即可得到国民生产总值或国内生产总值的冲减指数。因此，计算冲减指数必须首先确定用哪年的价格为不变价格。目前，我国国家统计局所公布的GDP指数所使用的不变价格是1978年的。

该指数的优点是覆盖范围全面，能度量各种商品价格变动对价格总水平的影响。但它容易受价格结构因素的影响。例如，虽然与公众生活密切相关的消费品价格上涨幅度已经很高，但其他产品价格却变动幅度不大，就会出现冲减指数虽然不高但公众的日常消费支出已明显增加的状况。

核心价格指数

在所有商品和服务价格中，一般认为能源和食品价格的波动是最大的，而这两者价格的变化往往与社会总供求对比、与货币供应量增减之间并无紧密的直接联系。比如国家对能源产品限产、限价，以及由于人们消费结构的变化所导致的食品价格波动，或食品季节性波动等因素，都不是直接由社会总供求对比、由货币供应量增减所引起的。所以，人们把剔除了能源价格和食品价格之后的物价指数视为核心价格，并用这种经过处理后的指数来度量物价变动和通货膨胀的程度。

第二节 通货膨胀的成因

需求拉上说

通货膨胀的成因理论是关于通货膨胀形成机理的假说。

关于需求拉上或需求拉动型通货膨胀（demand-pull inflation）说，这是一种比较“古老”的思路。它是用经济体系存在对产品和服务的过度需求来解释通货膨胀形成的机理。关于这一思路，在前面有关章节，实际上已经多次提到过。其基本要点是当总需求与总供给的对比处于供不应求状态时，过多的需求拉动价格水平上涨。由于在现实生活中，供给表现为市场上的商品和服务，而需求则体现在用于购买和支付的货币上，所以对这种通货膨胀也有通俗的说法：“过多的货币追求过少的商品”。

进一步分析，能对物价水平产生需求拉上作用的有两个方面：实际因素和货币因素。实际因素，西方经济学主要分析其中的投资。如果由于利率、投资效益的状况有利于扩大投资，则投资需求增加。由于投资需求增加，总供给与总需求

的均衡被打破，物价水平上升。从货币因素考察，需求拉上通货膨胀可能通过两个途径产生：(1) 经济体系对货币需求大大减少，即使在货币供给无增长的条件下，原有的货币存量也会相对过多；(2) 在货币需求量不变时，货币供给增加过快。大多数情况是货币供给增长过快。货币供给过多所造成的供不应求，与投资需求过多所造成的供不应求，它们的物价水平上涨效果是相同的。抽象分析，两者也有区别。如投资需求过旺必然导致利率上升，而货币供给过多则必然造成利率下降。不过，这两者往往是结合在一起的：过旺的投资需求往往要求追加货币供给的支持；增加货币供给的政策也往往是为了刺激投资，等等。

上面的分析是以总供给给定为假定前提的。如果投资的增加引起总供给同等规模的增加，物价水平可以不动；如果总供给不能以同等规模增加，物价水平上升较缓；如果丝毫引不起总供给增加，需求的拉动将完全作用到物价上。需求拉上型的通货膨胀可用图 18—1 加以说明。

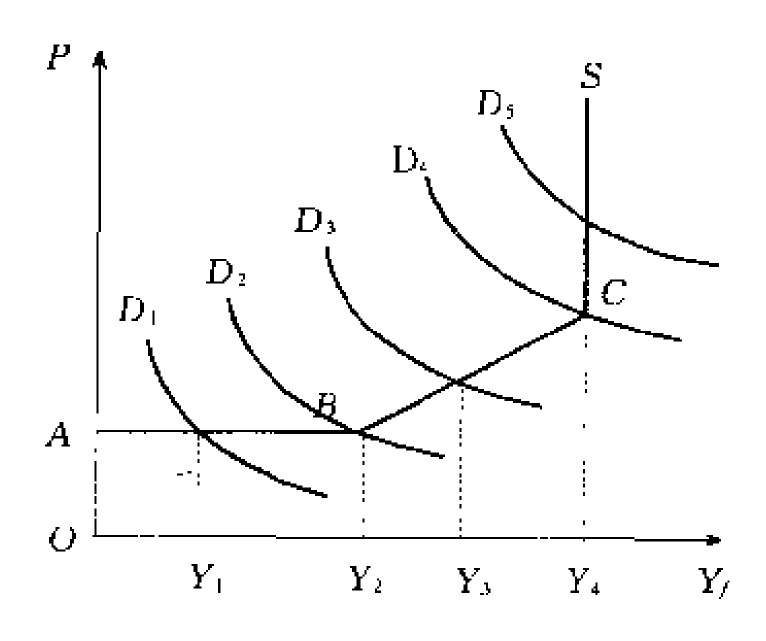


图 18—1　需求拉上型通货膨胀

在图 18—1 中，横轴 Y 代表总产出，纵轴 P 代表物价水平。社会总供给曲线 AS 可按社会的就业状况而分成 AB、BC 与 CS 三个线段。

1. AB 线段的总供给曲线呈水平状态，这意味着供给弹性无限大。这是因为这时社会上存在着大量的闲置资源或失业人群。当总需求从 D_1 增至 D_2 时，总产出从 Y_1 增至 Y_2，而物价并不上涨。

2. BC 线段的总供给曲线则表示社会逐渐接近充分就业，这意味着闲置资源已经很少，从而总供给的增加能力也相应较小。此时，在需求拉动之下的产出扩张将导致生产要素资源价格的上涨。因此，当总需求从 D_2 向 D_3、D_4 增长时，产出虽也增加，但增加幅度减缓，同时物价开始上涨。

3. CS 线段的总供给曲线表示社会的生产资源已经达到充分利用的状态，即

不存在任何闲置的资源，Y_f 就是充分就业条件下的产出。这时的总供给曲线就成为无弹性的曲线。在这种情况下，当总需求从 D_4 增加至 D_5 时，只会导致物价的上涨。

成本推动说

这是一种侧重从供给或成本方面分析通货膨胀形成机理的假说。

成本推动型通货膨胀（cost-push inflation），也称成本推进型通货膨胀，其成因分析是：由供给因素变动形成的通货膨胀可以归结为两个原因：一是工会力量对于提高工资的要求；二是垄断行业中企业为追求利润制定的垄断价格。

1. 工资推进通货膨胀论。这种理论是以存在强大的工会组织，从而存在不完全竞争的劳动市场为假定前提的。在完全竞争的劳动市场条件下，工资率取决于劳动的供求，而当工资是由工会和雇主集体议定时，这种工资则会高于竞争的工资。并且由于工资的增长率超过劳动生产率，企业就会因人力成本的加大而提高产品价格，以维持盈利水平。这就是从工资提高开始而引发的物价上涨。工资提高引起物价上涨，价格上涨又引起工资的提高，在西方经济学中，称为工资—价格螺旋上升（wage-price spiral）。需要指出的是，尽管货币工资率的提高有可能成为物价水平上涨的原因，但决不能由此认为，任何货币工资率的提高都会导致工资推进型通货膨胀。如果货币工资率的增长没有超过边际劳动生产率的增长，那么，工资推进通货膨胀就不会发生。而且，即使货币工资率的增长超过了劳动生产率的增长，如果这种结果并不是由于工会发挥作用，而是由于市场对劳动力的过度需求，那么，它也不是通货膨胀的推进原因，原因是需求的拉上。

2. 利润推进通货膨胀。成本推动型通货膨胀的另一成因是利润的推进。其前提条件是存在着物品和服务销售的不完全竞争市场。在完全竞争市场上，商品价格由供求双方共同决定，没有哪一方能任意操纵价格。但在垄断存在的条件下，卖主就有可能操纵价格，使价格上涨速度超过成本支出的增加速度，以赚取垄断利润。如果这种行为的作用大到一定程度，就会形成利润推进型通货膨胀。

无论是工资推进型还是利润推进型，提出这类理论模型，目的都在于解释：不存在需求拉上的条件下也能产生物价上涨。所以，总需求给定是假设前提。既然存在这样的前提，当物价水平上涨时，取得供求均衡的条件只能是实际产出的下降，相应的则必然是就业率的降低。因而这种条件下的均衡是非充分就业的均衡。成本推动型的通货膨胀可用图 18—2 表示。

在图 18—2 中，初始的社会总供给曲线为 A_1S。在总需求不变的条件下，由于生产要素价格提高，生产成本上升，使总供给曲线从 A_1S 上移至 A_2S、

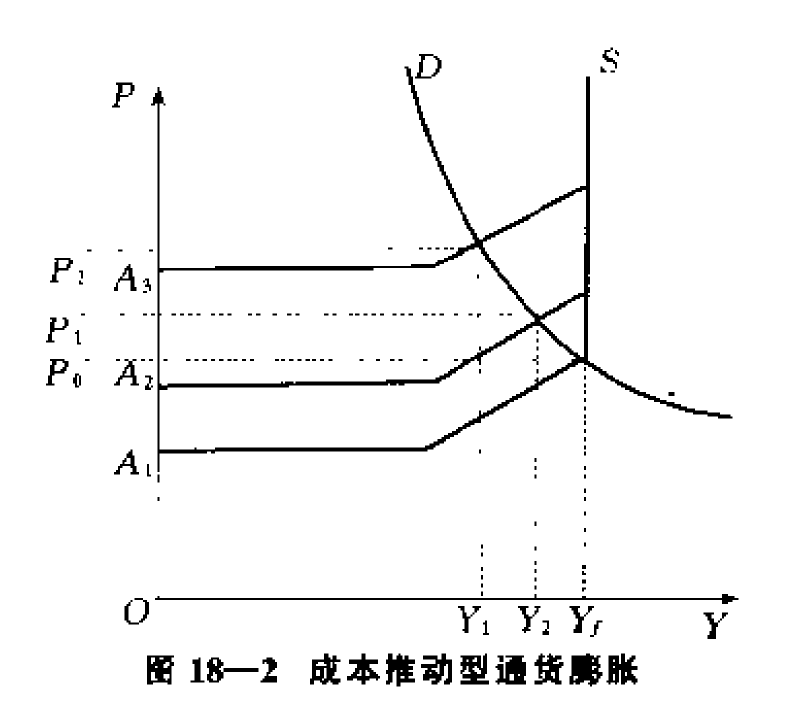


图 18—2 成本推动型通货膨胀

A_3S。结果，由于生产成本提高，导致失业增加、实际产出缩减。在产出由 Y_f 下降到 Y_2、Y_1 的同时，物价水平却由 P_0 上升到 P_1、P_2。

成本推动型通货膨胀旨在说明，在整个经济尚未达到充分就业条件下物价上涨的原因。这种理论也试图用来解释"滞胀"。

供求混合推动说

供求混合推进通货膨胀的论点是将供求两个方面的因素综合起来，认为通货膨胀是由需求拉上和成本推进共同起作用而引发的。这种观点认为，在现实经济社会中，通货膨胀的原因究竟是需求拉上还是成本推进很难分清：既有来自需求方面的因素，又有来自供给方面的因素，即所谓"拉中有推，推中有拉"。例如，通货膨胀可能从过度需求开始。但由于需求过度所引起的物价上涨会促使工会要求提高工资，因而转化为成本（工资）推进的因素。另一方面，通货膨胀也可能从成本方面开始，如迫于工会的压力而提高工资等。但如果不存在需求和货币收入的增加，这种通货膨胀过程是不可能持续下去的。因为工资上升会使失业增加或产出减少，结果将会使"成本推进"的通货膨胀过程终止。可见，"成本推进"只有加上"需求拉上"才有可能产生一个持续性的通货膨胀。现实经济中，这样的论点也得到论证：当非充分就业的均衡存在时，就业的难题往往会引出政府的需求扩张政策，以期缓解矛盾。这样，成本推进与需求拉上并存的混合型通货膨胀就会成为经济生活的现实。

供求混合推进型的通货膨胀可用图 18—3 表示。

该图实际上是将前面所示两图综合在一起所得的结果。由于需求拉上（即需求曲线从 D_1 上升至 D_2、D_3）和成本推进（即供给曲线从 A_1S 上升至 A_2S、

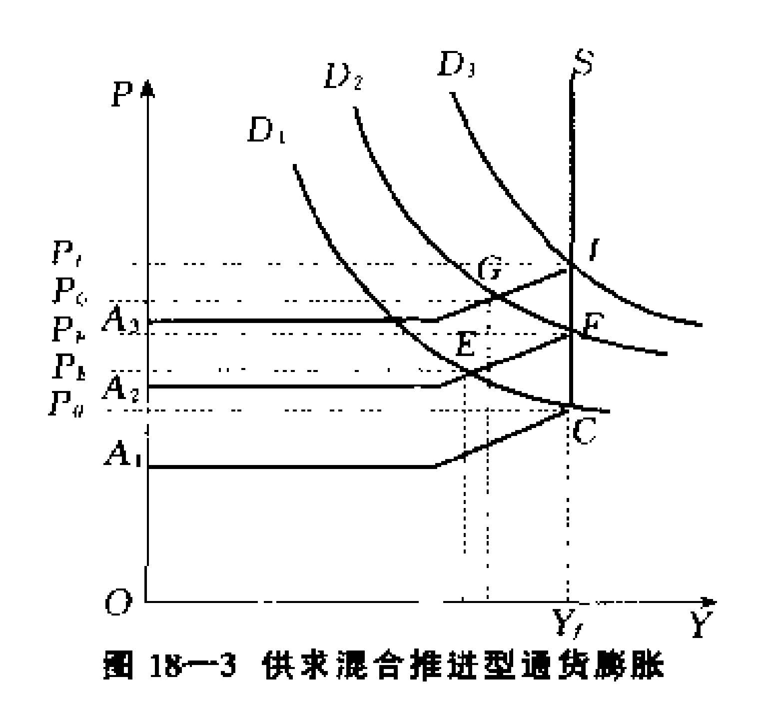


图 18—3 供求混合推进型通货膨胀

A_3S）的共同作用，物价则沿 *CEFGI* 呈螺旋式上升。

关于通货膨胀的成因还有其他多种理论剖析。如对输入型通货膨胀（import of inflation）的理论剖析。着眼点有二。一是剖析进口品价格的提高、费用的提高对国内物价水平的影响。对一个主要依靠对外贸易的经济来说，这样的影响往往有决定意义。二是剖析通货膨胀通过汇率机制的国际之间传递。这方面的分析涉及不同的汇率制度——固定汇率制和浮动汇率制，是国际金融学科的专门研究对象。再如结构性通货膨胀（structural inflation）理论，是从经济的部门结构——如部门之间劳动生产率存在明显差异——来分析，即使总供求大体均衡，物价总水平也会持续上涨的机理。这涉及纯理论推导，需专门讨论。

中国改革以来对通货膨胀成因的若干观点

经济体制改革以后直至 1997 年下半年以前，物价持续上涨的事实推动了对中国通货膨胀形成原因的探讨，并提出了一些较有特色的假说。

1. 中国的需求拉上说：在中国，比较传统的是从需求拉上的角度分析通货膨胀的成因。较有代表性的思路有两种。一种思路是把货币供给增长过快归因于财政赤字过大，财政赤字又由投资，特别是基本建设投资过大所引起，并由此说明需求拉上型通货膨胀的形成机理。这种思路的形成是与改革开放前财政分配居于国民收入分配的核心地位相联系的。另一种是将通货膨胀直接归结为信用膨胀的结果。这种思路的形成是以改革开放后信贷分配货币资金的比重急剧增大为背景的。两种思路的共同点是都重视货币因素在通货膨胀形成中的直接作用；不同点一是强调财政，一是强调信贷。但力求客观地、综合地分析财政与信贷各自所起的不同作用以及中国特定体制下两者的交错影响已是主流。比如有这样一种典

型的分析：财政对国有企业亏损应补未补而占压国有银行贷款的“信贷资金财政化”现象的大量存在，是直接导致信用膨胀产生的重要原因之一；而信用膨胀则直接支持过多需求的形成。

2. 中国的成本推动为主说：重视成本推动因素作用的，也有两种观点。一种观点是重点强调工资因素的关键作用；另一种观点则是强调应综合考虑原材料涨价对企业造成的成本超支压力和工资增长速度过快这两者的作用。

关于工资因素在物价上涨中的决定性作用，是这样剖析的：商品的出厂价提高迫使零售价提高，而出厂价提高的主要原因是工资成本（包括奖金在内）加大；工资成本加大源于企业职工的个人收入最大化行为；企业职工追求个人收人最大化的愿望之所以能变成现实，原因在于企业管理者与职工个人利益方面的同构性。强调也必须考虑原材料涨价因素的背景，是由于改革中为了改变原材料与制成品比价不合理的状况而对前者的价格多次调高。但这种调高并不是由于这些部门的工资特别高于其他部门，因而不能把原材料涨价的因素并入工资因素之内。

不论企业产品成本大幅度增加的原因为何，也不论其是否合理，对于企业来说用提高出厂价的办法来消化最为简便。当然，有可能实现提高出厂价是以市场需求较旺为必要条件。

3. 结构说：中国的结构性通货膨胀说，其基本论点是：在供给与需求总量平衡的前提下，如果某些关键产品的供求出现失衡，同样会引发通货膨胀。具体的分析是，初级产品的短线制约是结构性通货膨胀的主要促成因素。自从1978年价格计划管理逐步弱化以至基本放开以来，初级产品价格变动主要受供求影响，而短缺更使其不断上涨。初级产品价格上涨形成的成本推动，导致成品价格上涨。

还有一种论证意见是，国家为了改变不合理的经济结构，企图对资源进行重新配置。为此采取减税和增加货币供给等措施对这些部门进行投资并从而造成货币供给过多，需求过大。并认为可以称之为结构性的需求拉上。

4. 体制说：相当一部分人倾向于从体制上寻找中国通货膨胀的终极原因。他们认为，由于不具有破产和兼并机制，产权关系不明晰，在资金上吃国家银行“大锅饭”的问题没有很好解决等，使得投资效益很差甚至无效益，风险也由国家承担。同时，在企业半停产或停产时职工也照拿工资，或者即使企业产品无销路也能得到国家的贷款支持。这种国家与国有企业之间的关系必然导致有效供给的增加与有效需求的增加总是不成比例，而需求的过度累积最终必然推动物价上涨。这种论证实际上是剖析需求拉上之所以产生的原因。

5. 摩擦说：摩擦性的通货膨胀是指在现今特定的所有制关系和特定的经济运行机制下，计划者需要的经济结构与劳动者所需要的经济结构不相适应所引起的经济摩擦所造成的通货膨胀。具体说就是：在公有制特别是国有制条件下所存在的积累与消费之间的矛盾，外在地表现为计划者追求高速度经济增长和劳动者追求高水平消费之间的矛盾。国家追求高速度经济增长往往引起货币超发，劳动者追求高消费往往引起消费需求膨胀和消费品价格上涨。这是从体制上的角度说明需求拉上的起因。

6. 混合类型说：有人还将中国近年来的通货膨胀概括成混合型通货膨胀。他们认为，中国通货膨胀的形成机理是十分复杂的，应该将复杂的导致通货膨胀的因素分成三类，即体制性因素、政策性因素和一般因素。体制性因素不仅包括企业制度因素，而且还包括类如价格双轨制、银行信贷管理体制以及体制改革进程中各种新旧体制难以马上磨合衔接到位，等等。政策性因素是指宏观经济政策选择不当（如过松或过紧）对社会总供求均衡带来的不利影响。所谓一般因素则是指即使排除体制和政策选择不当等因素的影响，单纯由于经济成长和经济发展等过程也存在足以引发物价总水平持续上涨的中性原因。例如，中国人均可耕地面积很小，而人口众多且其增长率相当难控制。在土地的农产品产出率为一定的条件下，这就足以在一定时期后形成本国农副产品生产与需要之间的巨大差距。假若外向经济调剂能力有限，那么，这种既非体制又非宏观政策的因素就足以形成对农产品及消费品价格上涨的很大压力。既然体制性因素、政策性因素及一般因素交互发生作用，那么把这种通货膨胀称之为混合型才较恰当。

所介绍的中国学者关于通货膨胀形成机理的种种假说，有一个共同点，就是紧密结合中国的实际，特别是1979年以来实行改革开放政策后的经济运行实际。而且，大多数假说注意到了体制这个大背景的变化对物价持续上涨的影响和作用。

然而，1997年下半年以后，由于物价水平的持续疲软，有关通货膨胀的讨论已沉寂多年。在1997年下半年以前的这些有关通货膨胀的剖析，有的着重于探索范畴之间的本质联系，情况纵然已经变化，但论断仍然有其理论意义。有的由于情况变化，其论断已不适用于今天，但着重揭明变化中具体联系的思路和剖析方法仍会给人以启发。当然，在有的论证中判定某些因数必然导致通货膨胀，而其中的一些因素今天依然存在却并无通货膨胀伴随，这对于全面认识通货膨胀问题也有帮助。所以，改革开放以来关于通货膨胀成因的剖析，其意义主要不在于给我们以具体论断，而在于它们铺下了进一步揭示中国通货膨胀乃至下面讨论的通货紧缩的复杂形成机理之路。

第三节 通货膨胀的社会经济效应

强制储蓄效应

这里所说的储蓄，是指用于投资的货币积累。这种积累的主要来源有三：一是家庭；二是企业；三是政府。在正常情况下，上述三个部门的储蓄有各自的形成规律：家庭部门的储蓄由收入减除消费支出构成；企业储蓄由用于扩张生产的利润和折旧基金构成；政府的储蓄如果是用税收的办法来筹资搞生产性投资，那么，这部分储蓄是从其他两部门的储蓄中挤出的，从而全社会的储蓄总量并不增加。如若政府向中央银行借债，从而造成直接或间接增发货币，这种筹措建设资金办法就会强制增加全社会的储蓄总量，结果将是物价上涨。在公众名义收入不变条件下，按原来的模式和数量进行的消费和储蓄，两者的实际额均随物价的上涨而相应减少，其减少部分大体相当于政府运用通货膨胀实现强制储蓄（forced saving）的部分。

上面的分析是基于这样的假定，即经济已达到充分就业水准，因此，用扩张货币的政策来强制储蓄会引起物价总水平的上涨。在实际经济运行中，可能尚未达到充分就业水平，实际 GNP 低于潜在 GNP，生产要素大量闲置。这时政府运用财政政策或货币政策来扩张有效需求，虽然也是一种强制储蓄，但并不会引发持续的物价上涨。

中国能否利用通货膨胀的强制储蓄效应，对于这个问题大都做出否定的回答。理由主要是：中国是一个资源供给相对短缺和总需求经常过大的国家，如胡乱运用需求刺激政策，只能产生物价上涨和其他各种消极的经济效应。不过当出现了像 1990 年持续市场疲软和经济回升乏力以及像 1997 年年中开始的市场需求拉动力不足等经济现象时，强制储蓄之类的手段是否可以利用，则还是应该探讨的问题。

收入分配效应

在通货膨胀时期，人们的名义货币收入与实际货币收入之间会产生差距；只有剔除物价的影响，才能看出人们实际收入的变化。当人们忽视货币实际购买力的变化，而仅仅满足于货币名义价值（如名义收入）时，通常称之为货币幻觉（money illusion）。在通货膨胀下，由于货币贬值，名义货币收入的增加往往并不意味着实际收入的等量增加，有时甚而是实际收入不变乃至下降。如果满足于名

义收入的增加而却忽视币值的变化，那就是货币幻觉起作用。

由于社会各阶层收入来源极不相同，因此，在物价总水平上涨时，有些人的收入水平会下降，有些人的收入水平却反而会提高。这种由物价上涨造成的收入再分配，就是通货膨胀的收入分配效应（distributional effect of income）。

在发达的工业化国家，大多数人是依靠工资或薪金过活的，工资收入差不多就是他们的全部收入。在物价持续上涨的时期，工资劳动者的收入只有每隔一段时间才会做一定幅度的调整：使工资率的提高与物价上涨保持大体的同步，以保证实际收入水平得以维持。但这种通货膨胀条件下的定期工资调整，只有依靠强大的工会力量才能做到；否则，工资的增长常会落后于物价上涨。货币工资的增长相对于物价上涨的滞后时间越长，遭受通货膨胀损失相应地也就越大。

此外，从利息和租金取得收入的人，在通货膨胀中受到的损害也会比较严重。

但与此同时，只要存在着工资对于物价的调整滞后，企业的利润就会增加，那些从利润中分取收入的人都能得到好处。

资产结构调整效应

资产结构调整效应也称财富分配效应（distributional effect of wealth）。

一个家庭的财富或资产由两部分构成：实物资产和金融资产。许多家庭同时还有负债，如借有汽车抵押贷款、房屋抵押贷款和银行消费贷款，等等。因此，一个家庭的财产净值是它的资产价值与债务价值之差。

在通货膨胀环境下，实物资产的货币值大体随通货膨胀率的变动而相应升降。有的，其货币值增长的幅度高于通货膨胀率，有的则低于通货膨胀率；同一种实物资产，在不同条件下，其货币值的升降，较之通货膨胀率也有时高时低的情况。金融资产则比较复杂。在其中占相当大份额的股票，它的行市是可变的，在通货膨胀之下会呈上升趋势。但影响股市的因素极多，所以股票绝非通货膨胀中稳妥的保值资产形式，尽管有些股票在通货膨胀之中使其持有者获得大大超出保值的收益。至于货币债权债务的各种金融资产，其共同特征是有确定的货币金额，这样的名义货币金额并不会随通货膨胀是否存在而变化。显然，物价上涨，实际的货币额减少；物价下跌，实际的货币额增多。在这一领域之中，防止通货膨胀损失的办法，通常是提高利息率或采用浮动利率。但在严重的通货膨胀条件下，这样的措施也往往难以弥补损失。

正是由于以上情况，每个家庭的财产净值，在通货膨胀之下，往往会发生很大变化。

设一个人有：

（1）存款10 000元

（2）负债30 000元

（3）货币值可随物价变动而相应变动的资产12 000元

当不存在通货膨胀时，其资产净值之和为－8 000元（负债为负值）。这时的资产净值既是名义值，也是实际值。

现在出现了通货膨胀，设通货膨胀率为100%。为简化分析，不考虑利息因素，其名义值是：

（1）存款，仍为10 000元

（2）负债，仍为30 000元

（3）货币值可变资产则变为12 000元×（1＋100%）＝24 000元

总名义资产净值为4 000元。而实际值则为：

（1）存款10 000元÷（1＋100%）＝5 000元

（2）负债30 000元÷（1＋100%）＝15 000元

（3）货币值可变的资产其实际值仍为12 000元

则实际资产净值为2 000元。

一般地说，小额存款人和债券持有人最易受通货膨胀的打击。至于大的债权人，不仅可以采取各种措施避免通货膨胀带来的损失，而且他们往往同时是大的债务人，可以享有通货膨胀带来的巨大好处。

比价的变动与不同经济集团利益的调整

价格问题，包括两个侧面。一是每一种商品的价格和每一种服务的价格——收费标准。它们是千差万别的，而且各自由于种种原因会有升有降。二是价格水平，是指在给定的时点上所有价格作为一个总体与其他时点上所有价格作为一个总体的比较——是高了，是低了；高，高多少；低，低多少。“所有价格”也会分块，如零售、批发之分，生产价格、消费价格之分，等等。而在一定时段中各个时点上价格水平的平均，则是时段，如一月、一季、一年的价格水平。研究通货膨胀问题首先关注的就是价格水平的变动，而不是分别各个商品和服务价格的变动。

然而，在价格水平的变动过程中，各种商品和服务的价格绝不是与价格水平以同等的幅度升降。也就是说，比价会有所变动。

比价的变动往往意味着不同经济集团利益的调整。这是因为，由于不同种类的商品服务的销售价格和成本并非按同一比例变动，从而不同商品生产商或服务

提供商所获取的利润的增减速度也不一致——有的快一些，有的慢一些。于是它们的实际利益或得到加强或有所削弱。

上面讲的收入分配效应实际也是一种通货膨胀中由于比价变动而带来的利益调整。那就是：工资这种劳动力价格的提高比率低于一般商品服务价格的提高，从而有利于厂商而不利于工资收入者。

恶性通货膨胀与经济社会危机

以上分析的通货膨胀效应，都是以它的严重程度保持在一定限度之内为假定前提的。当物价总水平的持续上涨超过一定界限从而形成恶性通货膨胀时，就有可能引发社会经济危机。

恶性通货膨胀会使正常的生产经营难以进行。在物价飞涨时，产品销售收入往往不足以补进必要的原材料；同时，地区之间上涨幅度极不均衡也是必然现象，这就会造成原有商路的破坏，流通秩序的紊乱；迅速上涨的物价，使债务的实际价值下降，如果利息率的调整难以弥补由物价上涨所造成的货币债权损失，正常信用关系也会极度萎缩。恶性通货膨胀只是投机盛行的温床，而投机是经济机体的严重腐蚀剂。

恶性通货膨胀会引起突发性的商品抢购和挤兑银行的风潮。它所造成的收入再分配和人民生活水准的急剧下降则会导致阶级冲突的加剧。这一切的后果往往是政治的动荡。

最严重的恶性通货膨胀会危及货币流通自身：纸币流通制度不能维持；金银贵金属会重新成为流通、支付的手段；经济不发达地区则会迅速向经济的实物化倒退。

所以，各国政府在未遇到特殊政治麻烦的情况下，总是把控制通货膨胀作为自己的施政目标。

第四节　通货膨胀与经济成长

关于产出效应的争论

通货膨胀与经济成长到底是怎样一种关系，从观点上说，大体可分为三类，即促进论、促退论和中性论。

所谓促进论，就是认为通货膨胀具有正的产出效应。持这一观点的人认为，资本主义经济长期处于有效需求不足、实际经济增长率低于潜在经济增长率的状

态。因此，政府可以实施通货膨胀政策，用增加赤字预算、扩张投资支出、提高货币供给增长率等手段来刺激有效需求，促进经济增长。

不少经济学家认为，对发展中国家来说，通货膨胀促进经济成长的效应尤为明显。

——发展中国家的政府，其税收来源有限，但可向中央银行借款作为财政的主要融资来源。财政向中央银行借款，会增加流通中的货币供给。只要政府将这种借款用于增加实际投资，同时采取一定的措施保证私人部门的投资不因政府投资增加而相应减少，那么，这种膨胀性的财政政策和货币政策就会由于增加了实际投资而促进经济增长。

——一般情况下，通货膨胀是一种有利于富裕阶层的收人再分配。富裕阶层的边际储蓄倾向比较高。因此，通货膨胀会通过提高储蓄率而促进经济增长。

——通货膨胀出现后，公众预期的调整有一个过程。在这个时滞的过程中，物价上涨了，名义工资没有发生变化，企业利润率则会相应提高。这会刺激私人投资的积极性，从而促进经济增长。

所谓促退论，正好与促进论相反，是一种认为通货膨胀会损害经济成长的理论。这种理论假说认为，持续的通货膨胀会经由降低效率的效应阻碍经济成长。具体说就是：

——通货膨胀会降低借款成本，从而诱发过度的资金需求。而过度的资金需求会迫使金融机构加强信贷配额管理，从而削弱金融体系的运营效率。

——较长时期的通货膨胀会增加生产性投资的风险和经营成本，从而资金流向生产性部门的比重下降，流向非生产性部门的比重增加。

——通货膨胀持续一段时间后，在公众舆论的压力下，政府可能采取全面价格管制的办法，削弱经济的活力。

所谓中性论，是一种认为通货膨胀对产出、对经济成长既无正效应也无负效应的理论。这种理论认为，由于公众预期，在一段时间内他们会对物价上涨做出合理的行为调整，因此，通货膨胀各种效应的作用就会相互抵消。

就业与通货膨胀的替代理论与滞胀

关于通货膨胀对失业的影响是许多经济学家最为关注的问题。一般而言，物价稳定和充分就业是一国政府的两个主要宏观经济目标。但理论和实践的分析证明，寻找将两者完美结合起来的方法是困难的。

对二者关系的研究，最早从事的是经济学家菲利普斯（A.W.Phillips）。他于 20 世纪 50 年代提出的菲利普斯曲线被经济学家广为使用。

非利普斯通过对英国1861—1957年近100年统计资料的分析发现，货币工资的变动与失业率之间存在着一种稳定的此消彼长的关系。图18—4（a）表示了这种关系。其中横轴 U 代表失业率；纵轴 w，代表 $\Delta W/W$，命名为“工资膨胀率（wage inflation）”，即货币工资提高的比率；曲线就是“菲利普斯曲线”。这条曲线显示，当失业率降低时，货币工资膨胀率较大；当货币工资膨胀率较小时，失业率会上升。货币工资膨胀率之所以会与失业率呈反向变动，是因为：当总需求增加时，对劳动力的需求趋于旺盛，失业率下降，在雇员与雇主的工资谈判中，雇员处于主动地位，雇主必须加大工资提高的比率才能获得所需的劳动力；相反，当失业率较高时，在雇主与雇员的工资谈判中，雇主处于主动地位，他不需要提高多少工资，甚至不提高工资，就可获得足够的劳动力供给。

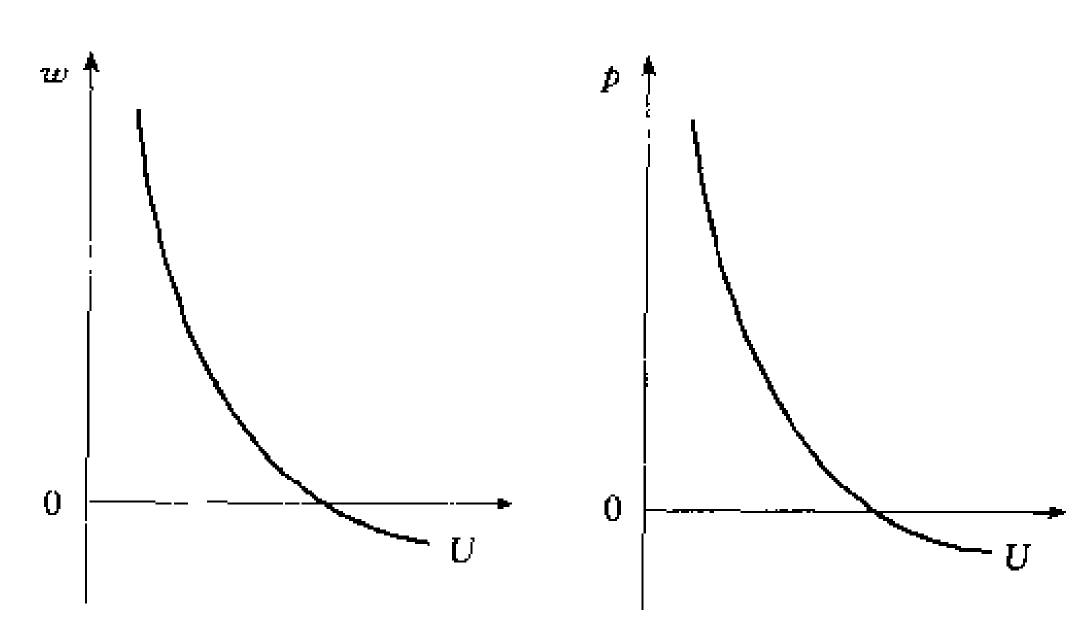


图 18—4(a) 菲利普斯曲线　图 18—4(b) 变化后的菲利普斯曲线

由于价格与工资之间存在紧密的相关关系，价格上涨与工资提高之间存在紧密的相关关系——或者说通货膨胀与“工资膨胀”之间存在紧密的相关关系，所以其他经济学者很容易从货币工资膨胀率与失业率之间的关系导出通货膨胀率与失业率之间的关系，并且将原先的菲利普斯曲线转换成了更广为人知的一种形式，见图18—4（b）。从图中可以看出它们的惟一差别在于纵轴从货币工资膨胀率 w 变成了通货膨胀率 p（$p=\Delta P/P$）。后来的研究使这条曲线具有更为缜密的内涵。

经过转换之后的菲利普斯曲线说明，通货膨胀和失业之间存在着一种替代关系：失业率越低，通货膨胀率越高；反之，失业率越高，通货膨胀率越低。这就使之具有直接的政策含义。从政策角度说，要想使失业率保持在较低的水平，就必须忍受较高的通货膨胀率；要使价格保持稳定，就必须忍受较高的失业率。二者不可兼得。当然，这种关系也为决策者提供了一种选择，即他有可能通过牺牲

一个目标来换取另一个目标的实现。

20世纪60年代，许多西方国家应用菲利普斯曲线制定政策，取得了可观的成绩。例如1961年，美国的失业率为6.5%，通货膨胀率为1.1%。美国财政货币当局运用扩张性的财政货币政策以提高产出和降低失业。1965年，失业率降到4.4%，通货膨胀率上升到1.6%；1969年，美国失业率再次降低到3.4%，而通货膨胀率则上升到5.4%。在后来的美国，以及在其他国家，也有实例证明菲利普斯曲线所揭示的关系。

然而，进入20世纪70年代，大多数西方发达国家先后出现了“滞胀(stagflation)”局面。即经济过程所呈现的并不是失业和通货膨胀之间的相互“替代”，而是经济停滞和通货膨胀相伴随，高的通货膨胀率与高的失业率相伴随。这就说明，菲利普斯曲线的描述和推导并不是总能成立的。

对此，西方学者做了大量研究，试图给出某种合理的解释。例如，利用预期的理论，力求论证：从长期来看，并不存在通货膨胀率与失业率的替代关系；论证失业率并不受通货膨胀率影响而是自然地趋向于自然失业率；等等。但是似乎没有一个令人满意的答案。

正当寻求如何解释滞胀问题之际，美国的“新经济”又提出了新的问题。

有没有不存在通货膨胀的经济成长

不存在通货膨胀经济成长，或称零通货膨胀经济成长，是人们的理想。当然，在现代经济中，绝对的“零”通货膨胀率，换言之，物价水平丝毫没有波动，是极难出现的。所以，这里所说的不存在通货膨胀或零通货膨胀率，实际上是用来表述极小的，如不超过1%、2%的通货膨胀局面。那么，有没有可能出现这样的理想的经济格局？在前两年，不少人论断，在美国已经出现。而且不是短暂现象，很可能昭示着一个时代——零通货膨胀时代的来临。

进入20世纪90年代，美国经济出现了增长势头持续不败与失业率、通货膨胀率持续走低的局面。表18—2列出了1990—1999年美国的GDP增长率和消费价格指数。

表18—2　　20世纪90年代美国经济增长率和通货膨胀率（%）

年份	GDP增长率	消费价格指数	失业率
1990	1.7	5.4	5.6
1991	-0.2	4.2	6.8
1992	3.3	3.0	7.5
1993	2.4	3.0	6.9

续前表

年　份	GDP 增长率	消费价格指数	失业率
1994	4.0	2.6	6.1
1995	2.7	2.8	5.6
1996	3.7	2.9	5.4
1997	4.5	2.3	4.9
1998	4.3	1.6	4.5
1999	4.0	2.3	4.2

资料来源：美国《总统经济报告·2000》，309 页。

从表上所列数字来看，自 1992 年起，GDP 的增长率一直在 2%以上，1997 年的增长幅度更达到 4.5%。而通货膨胀率自 1992 年起均未超过 3%。1997 年，这个经济增长幅度最高的一年，通货膨胀率竟然在最低水平之列。还需要做点修正的是，美国很多经济学家认为，多年来，官方统计的通货膨胀率至少高估了 1 个百分点。估计到这一修正，这些年的通货膨胀率平均不到 2%。同时，在这一期间，失业率自 1992 年起呈现下降趋势。1997—1999 年则一直在 5%以下。在他们那里，这属于相当低的水平。

在这段过程里，好像消灭了繁荣和衰退交替的经济周期。过去的种种有名的经济理论论断都受到了严重的挑战。对于这样的经济成长过程，人们冠之以“新经济”的名号。特别令人注意的是，高的就业率并没有像传统的理论和实践经验证明的那样，给通货膨胀造成压力。于是乎似乎进入了这样的境界：做什么有利于成长的事情也不致刺激起通货膨胀。于是，无通货膨胀成长的议论日益盛行。

为什么会出现第二次世界大战以来不敢奢望的这种局面？诠释是多视角的。最主要的解释是高科技使经济成长大大跃上一个新的台阶。以信息化为先导的技术创新提高了劳动生产率，促成了经济结构的大调整，培育出许多新的经济增长点。这就为调节种种过去难以解决的诸如成长、就业和通货膨胀相互之间的矛盾提供了广阔的空间。也有从经济全球化来解释的。经济全球化为缓解各国国内的矛盾创造了前所未有的国际环境，而美国挟其经济实力首先受益。归功于宏观经济调控政策的成熟，也是一种说法。这些说法，有的不过属于政论层次；有关的实证分析则在于累积对经济联系深入观察所获取的新的认识；至于揭示本质联系的规范分析，终归会从新经济的实际引发而向前推进，但总要假以时日。

这是否是短暂的瞬间？持有上述分析论点的人们认为，类如经济全球化、信息化和技术进步等等，是世界经济格局的根本性变化，是将长期起作用的因素。而且世界工业化七国的通货膨胀率在 90 年代一直处于低水平（大约在 1.5%）；欧盟将进入欧洲货币同盟的通货膨胀率定在不高于 2%的标准，也是充分估计到

现实的可能性。因而，21 世纪将成为无通货膨胀成长时代。不少人认为，这并非虚妄之想。可是一进入 21 世纪，美国持续十年的经济增长中断了，论断自然需要重新审视。但无论如何，十年的持续增长，是一个值得认真思考的问题。

就通货膨胀问题来说，半个世纪的发展变化如此丰富多彩、一波三折：先是通货膨胀与就业交互替代的过程；尔后高通货膨胀率、高失业率与低成长并存的滞胀；随之又有低通货膨胀率、低失业率和高成长的结合。经济生活本身清楚地提示，通货膨胀与经济成长的相互关系还有许多问题需要深入探讨。至于简单记诵几个模型，那是无法认识客观经济生活实际的。

第五节　通货膨胀对策

宏观紧缩——传统的政策调节手段

为了抑制或治理通货膨胀，许多国家都积累了丰富的实践经验。其中，运用得最多的手段是宏观紧缩政策。宏观紧缩政策的基本内容由紧缩性货币政策和紧缩性财政政策构成。

紧缩性货币政策（tight monetary police），在银钱业中的行业用语叫抽紧银根或紧缩银根（tight money，squeeze，stringency）。货币当局可能采取的紧缩手段有：（1）通过公开市场业务出售政府债券，以相应地减少经济体系中的货币存量。（2）提高再贴现率，用以影响商业银行的借款成本，进而影响市场利率。存在直接控制市场利率体制的国家，也有的直接提高利率，以紧缩信贷（credit squeeze）。（3）提高商业银行的法定准备率，用以缩小货币扩张乘数。

紧缩性财政政策的基本内容是削减政府支出和增加税收。

除了货币政策和财政政策外，也有不少国家将紧缩性的收入政策作为治理通货膨胀的重要手段之一。从一些国家的实践经验看，收入紧缩政策一般包括以下几个方面：

——确定工资—物价指导线。所谓“指导线”，就是政府当局在一定年份内允许货币总收入增长的目标数值线，并据此相应地采取控制每个部门工资增长率的措施。

——管制或冻结工资。这是一种强行将职工工资总额或增长率固定在一定水平上的措施。

——运用税收手段。即通过对过多增加工资的企业按工资超额增长比率征收特别税等办法来抑制收入增长速度。

20世纪60年代和70年代初期，西欧和日本都实行过类似的收入政策。美国在60年代中期以前和70年代初期也分别实施过控制工资增长的“工资—物价指标”方案和冻结工资政策。

医治通货膨胀的其他政策

医治通货膨胀的其他政策手段有价格政策、增加有效供给政策，等等。

在通货膨胀形成过程中，垄断高价常能起到推波助澜的作用，因此，通过制定反托拉斯法限制垄断高价，是不少发达工业国家价格政策的基本内容。例如在美国，大多数公用事业领域，包括煤气、电力、电话、铁路、通信等部门，都存在着垄断经营的情况。为了控制垄断高价和保护消费者利益，美国政府通过各公用事业委员会对公用事业的价格进行管理。此外，还采取过例如冻结物价、同企业签订反涨价合同等措施。英国政府对于国营企业的产品和服务的价格有直接管理办法；对其他由市场供求决定的商品和劳务价格，也有相应的法律、法规，禁止胡乱涨价和哄抬物价行为。

有些国家采取所谓的“供给政策”。其主要措施是减税，即降低边际税率以刺激投资，刺激产出。

指数化和围绕指数化问题的讨论

在存在通货膨胀条件下，为了维持经济的稳定成长，想出了各种各样的办法来对付物价的持续上涨。其中，指数化（indexation）方案占了一席之地。所谓指数化方案，它的通常含义是指收入指数化。收入指数化是按物价变动情况自动调整收入的一种分配方案。指数化的范围包括工资、政府债券和其他货币性收入。实施的办法是使各种收入按物价指数滑动或根据物价指数对各种收入进行调整。据认为，这种指数化措施主要有两个功效：一是能借此剥夺政府从通货膨胀中所获得的收益，杜绝其制造通货膨胀的动机；二是可以借此抵消或缓解物价波动对个人收入水平的影响，克服由通货膨胀造成的分配不公。借此还可以稳定通货膨胀环境下的微观主体行为，避免出现抢购商品、储物保值等使通货膨胀加剧的行为。

瑞典学派经济学家还认为，收入指数化方案对面临世界性通货膨胀的小国更有积极意义。因为在开放经济条件下，小国很难阻止世界性通货膨胀的输入，常常会发生结构性通货膨胀。

在世界性通货膨胀没有得到抑制之前，正确的选择只能是寻求与通货膨胀适应或共处的手段。收入指数化，是可用的办法之一。

早在20世纪20年代，比利时等国就实行过收入指数化政策。第二次世界大

战后，这种政策的采用极其广泛。不只发展中国家及一些通货膨胀问题突出的工业化国家采用，20 世纪 60 年代初美国也曾实施过这种制度。

对于收入指数化方案，也有强烈的否定意见。这类意见指出：（1）全面实行收入指数化会提出很高的技术性要求，因此任何政府都难以实施包罗万象的指数化政策；（2）收入指数化会造成工资—物价的螺旋上升，进一步加剧通货膨胀。

美国关于通货膨胀率是否高估的讨论

20 世纪 90 年代的后半期，在美国，对于商务部统计的物价指数——最具有权威性的指数——是否高估了通货膨胀的程度展开了讨论。不少学者和研究机构认为当时的指数统计是高估了，应予纠正。高估程度，一般认为，大约一个百分点。百分之三四、百分之五六的通货膨胀率，如有一个百分点的出入，其背离的程度是相当大的。

这种讨论极具实质意义：

——对于劳资双方关于提高工资的谈判，其实质意义不言而喻。雇主还有一个相当冠冕堂皇的理由：以高估的通货膨胀率为依据，使得工资率的提高超过应有的程度，从而影响了对投资收益的预期，降低了投资的积极性，不利于经济成长。经济成长受到影响，也不利于提高就业率，不利于劳方。

——商务部统计的物价指数也是调整社会保障各项支付标准，调整社会福利各项支付标准的依据。对于财政部来说，高估的通货膨胀率给支出造成巨大的压力。

应该说，这不过是一个具体问题。进入 21 世纪，通过指数统计的改进，美国的这个问题已经基本解决。可是通过这个具体问题，却可以得出有原则意义的判断。比如，用指数度量通货膨胀率虽是惟一可行的办法，但其准确度只能是相对的，而且不易判断——判断中不可能完全剔除不同利益集团带有倾向性的影响。再如指数化，在通货膨胀中，是一种相当有用的措施。但指数统计是否准确，是否及时，有至关重要的意义，而"准确"的要求，"及时"的要求，在实践中极难做到理想程度。这也是制约指数化运用的因素之一。

反通货膨胀是否是一个永恒的施政目标

第二次世界大战前，许多国家即已开始的通货膨胀，在战时进一步加剧。战后能否摆脱通货膨胀，那时划分的两个世界阵营，其实践都做了否定的回答。以苏联为首的社会主义阵营，曾宣传通货膨胀与社会主义不相容。但实际上一直存在着程度不同的隐蔽性通货膨胀。有的西方国家，如德国，在战后制止了恶性通货膨

胀，但而后的成就也只是保持较低的通货膨胀率。大多数工业化强国，均长期为通货膨胀所困扰。以致在 80 年代，美国的里根总统和英国的首相撒切尔夫人，其竞选和施政纲领的核心就是反通货膨胀。至于一些发展中国家，特别是战后新独立的原殖民地和附属国家，严重的通货膨胀比比皆是，两位数乃至三位数的通货膨胀率并非罕见的现象。

中国的通货膨胀过程成为重大的经济社会问题也是始于 20 世纪 30 年代，并一直持续到 20 世纪末。其间，只有几年，曾有过相对稳定的物价。但就是在通货膨胀程度较弱甚至得到制止的期间，它的阴影也是极大的威胁，挥之不去。

也正是在这样世界性的背景之下，通货膨胀理论成为经济理论中极为重要的内容，并发展出一系列理论：如通货膨胀与就业置换的菲利普斯曲线，如“滞胀”理论，等等。可以说任何学派都不能避开这一课题而构建自己的理论体系。

为什么通货膨胀成为普遍的、不可克服的经济过程，这是一个并没有彻底得到解答的问题。就现代货币供给形成机制——一个可以无限供给而又成本极低的机制——来说，通货膨胀与它是联系密切的：它可以说是通货膨胀得以实现的技术前提，但却不能构成通货膨胀的成因。第三节列举的成因，分析的层次有深有浅，但似乎都还没有揭示出最为本质的，谁也难以否认的联系。

但是，不管对于成因的理论剖析深刻与否，由于通货膨胀本身的存在，在大半个世纪，几乎谁也不怀疑它将一直是现代经济生活难以摆脱的伴侣。在我国则形成了这样根深蒂固的观念：通货膨胀是经济进程的痼疾，无法治愈。于是，反通货膨胀似乎成为一个永恒的施政纲领。

十年前开始，世界上通货膨胀的发展势头有些变化：主要工业化国家大多保持了较低的通货膨胀率。美国最为突出，德国则持续稳定，像通货膨胀常年缠身的法国、意大利，也相继有明显的好转，并成为进入实施统一欧元的第一批国家。原来高通货膨胀率的拉丁美洲国家和中东一些国家，均曾有明显的好转。至于一直在经济成长低谷中徘徊的日本，也没有多大的通货膨胀威胁。

世界成长模式是否需要再认识，已是不少人考虑的问题。其中有两个看法是引人注目的，一是无通货膨胀的成长，这刚刚分析过；二是世界性的通货紧缩，下面就要讨论。

不过可以肯定的是，事实表明，通货膨胀过程并非必然是持续不断的，从而政策方针也不应总是反通货膨胀。当然，在通货膨胀减弱或已经进入无通货膨胀境界之时也应警惕通货膨胀的卷土重来。那当然是必要的。

第六节　通货紧缩

经济改革中令人困扰的问题——物价持续上涨及其突然消失

在中华人民共和国成立后的30余年时间里，物价水平一直处于比较稳定的状态。但社会需求偏大有逐步增强的趋势。“一五”期间，矛盾较小。20世纪50年代末的“大跃进”期间，由于人为地扩大社会需求，一度造成商品的极大短缺和黑市与国家牌价之间的悬殊价差。60年代和70年代之间的十年动乱，出现了典型的隐蔽性通货膨胀过程：供给极度匮乏，供需矛盾基本靠票证控制。

经济体制改革以后，尽管中国的经济发展取得了举世瞩目的成就，但也遇到令人困扰的通货膨胀问题。特别是1988年，通货膨胀率近20%，全国大中城市出现几次大的抢购风潮；1994年更是发生了中国改革以来最严重的通货膨胀，全国商品零售价格上涨了21.7%，消费价格上涨了24.1%。1994年后，为了治理通货膨胀，国家采取了多项宏观紧缩措施，物价上涨率逐渐回落；但就在人们为经济的“软着陆”而欣喜之时，1997年10月份，我国商品零售价格指数出现了长期以来的首次下跌[①]，1998年2月份居民消费价格指数也开始出现下跌。到1999年物价指数仍然在下跌：商品零售价格指数下跌了3%，居民消费价格指数下跌了1.4%。2000年，物价止跌趋稳；但这之后，一直是疲软的态势。见图18—5。如果说前两次较大的通货膨胀曾使许多人对改革以来的经济政策产生了怀疑的话，那么其后物价上涨的消失更令人困惑。

物价水平下跌、有效需求不足，似乎让人们感到意外。没有料到的主要原因是我们在通货膨胀里过得太久了，想不到还会有通货紧缩的局面光顾。

对通货紧缩的种种解释

目前世界上不少人谈论通货紧缩（deflation)。是否会发生世界性的通货紧缩，需要进一步观察、分析。

在中国，从20世纪30年代后几年起，人们一直是伴随着通货膨胀生活。头

---

① 自从抗日战争以后，我国只有几次例外的大幅度物价下跌。一次是抗日战争刚刚结束之际，一次是1950年3月制止通货膨胀之后的几个月。1963—1965年曾有连续三年的物价下降，但那是对1958年后，特别是1960—1962年物价大幅上涨的回调。当时整个经济依然是供给短缺，只不过短缺的程度较之前几年有所缓和，从而按计划价格进行的分配得以大体恢复。

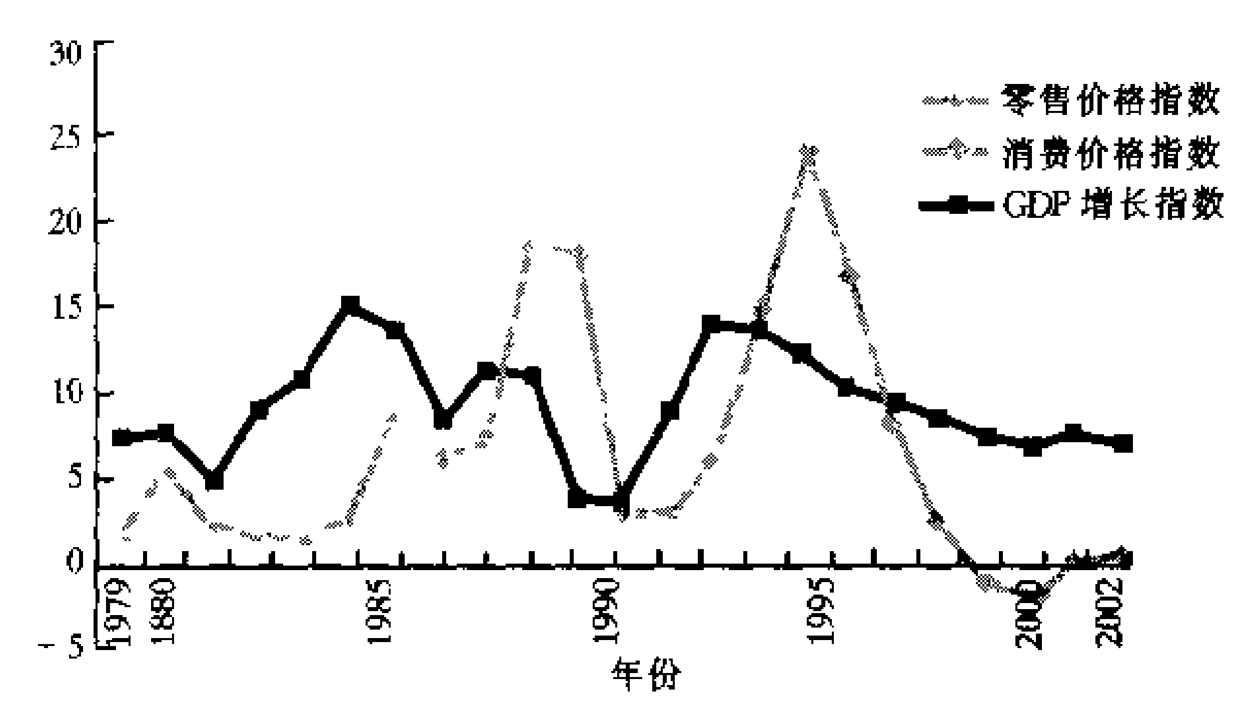


图 18—5 我国通货膨胀水平与经济增长水平

脑中记挂的只是通货膨胀和反通货膨胀这对矛盾。说到紧缩，则把它视为反通货膨胀的手段和措施，常常下意识地有好感。至于陷入通货紧缩和力求摆脱通货紧缩是怎么一回事，即使通过学经济学知道存在这样的问题，但缺乏切身体会，印象不深。这样的思想认识状态，不仅中国人有，在长期通货膨胀下生活了几十年的外国人，也同样存在。

怎样的经济形势可以称之为通货紧缩。目前，经济学家的认定标准存在分歧。归纳起来看，不外乎是以下三种：

（1）物价水平持续下降[①]；

(2)物价水平持续下降，并伴随有经济的负增长，或再加上货币供给的缩减；

(3)物价水平持续下降，并伴随有经济的实际增长率低于潜在的可能增长率。

世界上，一提到通货紧缩，事实上所指的经济过程，大多是伴随有经济负增长的物价水平持续下降。中国在物价水平持续下降之际却有经济的正增长，称之为通货紧缩，似有矛盾。

可是也有研究表明[②]，历史上也有概括为通货紧缩的经济过程是物价水平持续下降却并未伴随有经济的负增长。即通货紧缩条件下也可能有 GDP 的增长。这样，中国的“特色”也不成为其特色，叫通货紧缩也不矛盾。

本章上面关于通货膨胀的界定可以概括为：这一范畴是用以指物价上涨的态

① 对于“持续”多长时间才算是出现了通货紧缩现象尚未达成一致意见，因为不同的经济环境下通货紧缩具有不同的特征。但一般认为，物价水平持续下降两个季度以上的现象才可以称之为通货紧缩。

② 《通货紧缩》（[美] A·加利·西林著，李扬等译，北京，经济管理出版社，1999），其中有一章“‘好’的通货紧缩和‘坏’的通货紧缩”。

势——不是偶然、一时的，而是成为经济走向、趋势的物价上涨。循着同一思路，通货紧缩也应该是对物价疲软乃至下跌的经济过程的概述——不是偶然的、一时的，而是成为经济走向、趋势的物价疲软乃至下跌。

至于物价水平持续下降为什么大多伴随着经济的负增长或持续疲软，但有时也伴随有经济的正增长，这需进一步分析。

通货紧缩的社会经济效应

一般来讲，通货紧缩和通货膨胀一样，同样是极具破坏力的。物价的持续上涨对社会和经济产生什么影响，前面已作分析。而物价疲软趋势的存在，也将从以下几个方面影响实体经济：

1. 通货紧缩对投资的影响：

通货紧缩对投资的影响主要是通过影响投资成本和投资收益发生作用。通货紧缩还通过资产价格变化对投资产生间接影响。

通货紧缩会使得实际利率有所提高，社会投资的实际成本随之增加，从而产生减少投资的影响。同时在价格趋降的情况下，投资项目预期的未来重置成本会趋于下降，就会推迟当期的投资。这对许多新开工项目所产生的制约较大。

另一方面，通货紧缩使投资的预期收益下降。在通货紧缩情况下，理性的投资者预期价格会进一步下降，公司的预期利润也将随之下降。这就使投资倾向降低。

通货紧缩还经常伴随着证券市场的萎缩。公司利润的下降使股价趋于下探。而证券市场的萎缩又反过来加重了公司筹资的困难。

2. 通货紧缩对消费的影响：

物价下跌对消费需求有两种效应：一是价格效应；二是收入效应。物价的下跌使消费者可以以更低的价格得到同样数量和质量的商品和服务，这是令消费者高兴的一面。但也会对消费者产生收入减少的效应。在通货紧缩情况下，就业预期和工资收入因经济增幅下降而趋于下降，收入的减少将使消费者缩减消费。而且，如果消费者预期将来价格还会下跌，他们将推迟消费。因此，在通货紧缩情况下，价格效应倾向于使消费者缩减消费；而收入效应则使他们缩减支出。

3. 通货紧缩对收入再分配的影响：

通货紧缩时期的财富分配效应与通货膨胀时期正好相反。

在通货紧缩情况下，普通商品的价格下跌，金融资产也常常面临价值缩水。虽然名义利率很低，但由于物价呈现负增长，实际利率会比通货膨胀时期高出许多。高的实际利率有利于债权人，不利于债务人。不过，如果通货紧缩持续时间

很长，而且相当严重，导致债务人失去偿还能力，那么债权人也会受到损失。

4.在通货紧缩情况下，如果工人名义工资收人的下调滞后于物价下跌，那么实际工资并不会下降；如果出现严重的经济衰退，往往削弱企业的偿付能力，也会迫使企业下调工资。然而，经济学家们倾向于认为工资具有刚性，在经济增长呈剧烈下降的情况下，工资的刚性有时还会阻止价格的进一步下降。

5.通货紧缩与经济成长：

大多情况下，物价疲软、下跌与经济成长乏力或负增长是结合在一起的。以上几条的分析可以说明这种结合的原因。然而也存在通货紧缩条件下的经济成长。前而提到，由于生产力的提高和技术的进步所产生的价格走低，并不会阻碍经济成长。这是由于生产力的提高所带来的好处冲销了价格下跌所带来的各种消极效应。

通货膨胀是不稳定，通货紧缩也是不稳定

由于一直受物价上涨之苦，提起通货膨胀，谈虎变色。但不太能理解通货紧缩，也就是物价疲软和下跌，能有多大坏处。我们谈稳定，似乎只有通货膨胀、物价上涨才是破坏稳定。其实，在经济学中的稳定目标，也包含不要陷入通货紧缩和物价疲软、下跌的要求。无论是通货膨胀还是通货紧缩，都是不稳定；无论是通货膨胀还是通货紧缩都会破坏原有的商品、服务的比价关系，从而使社会各经济主体的利益出现重新调整。这种不确定性将影响到企业的投资决策和居民的消费行为，并不利于经济成长。

当然，我们不能期望物价指数维持在“零”的水平——物价既不上升，也不下降的水平。可以期望的是稳定。有的学者认为，若市场物价坚挺，供需大体均衡，市场预期普遍乐观，就是“稳定”的表现。

我国的通货紧缩和紧缩条件下的经济成长

我国1997年以来所出现的物价水平下跌，实际上可以视为市场经济体制的改革已经推进到一个具有转折意义阶段的标志。因为物价水平的下跌意味着作为市场经济标志的买方市场的到来。但市场经济、买方市场并不等于持续的供过于求；典型市场经济和作为市场经济特征的买方市场，既可能存在经济的过热或过冷，也存在经济活跃和繁荣的较为正常的发展。

遗憾的是我们一进入“买方市场”，瞬息之间经济从热转冷。如果说多少年来我们一直是在需求持续旺盛的局而之中生活，那么仅仅经过1997年一年，却普遍感受到需求拉力不足的冲击力。与之先后，体制遗留下来的矛盾相继从隐蔽

形态转为公开形态。市场经济国家中的典型问题，如破产问题、就业问题相继突出出来。处于这样的经济形势，援引经典理论做出悲观的经济成长判断是不足为奇的。但生活实践所展示的却是相当可观的经济成长率：从1998年到2001年的四年，GDP的增长率分别为7.8%、7.1%、8.0%、7.3%。较之90年代的前八年的平均增长率低了近3个百分点；然而平均超过7.5%的GDP增长率，从世界角度来看，还是相当高的。

为什么经济突然从热转冷，为什么转冷之后还有相当高的经济成长率，简单搬用上面列举的有关通货紧缩效应的论点和有关生产力出现突破性提高条件下通货紧缩特点的分析，是解释不清楚的。体制转轨、经济结构是中国学者进行解题的重要入手点。现在已有种种剖析、种种判断；多少年之后也会不断有人回过头来重新分析，重新论证。但无论如何，客观事实是改变不了的，那就是疲软的物价与可观的经济成长并存。破解其缘由，将会为发展通货紧缩理论做出贡献。

附录一　新中国成立之初对恶性通货膨胀的治理

20世纪30年代后半期到整个40年代，中国的恶性通货膨胀在世界上曾是一个突出的典型。据统计，上海从1937年6月到1949年5月，物价上涨3.68×10^{13}倍，每月平均上涨24.5%，每年平均上涨近14倍。

新中国成立之初，面临许许多多严重的经济困难：(1) 战争破坏后的生产萎缩，1949年与过去最好年份的经济指标对比，工业总产值下降50%，农业总产值下降20%；(2) 交通堵塞，流通阻滞，物资匮乏；(3) 财政困难，入不敷出；(4) 投机猖獗，物价迭涨。在连续十多年恶性通货膨胀的基础上，1949年1月、4月、7月和11月，出现过4次涨价风。全国13个大城市的批发物价指数，如以1948年12月为100，1949年11月高达5 376。1950年2月再次出现一次大的涨价风，物价总水平比1949年年底又上涨了1倍多。

在这种形势下，稳定物价成为压倒一切的经济任务，物价能否稳定也对新生的革命政权能否巩固有关键意义。制止恶性通货膨胀的斗争，是在“统一财经工作”这个总口号下展开的。统一财经工作包括三项内容：(1) 统一财政收支。在此以前，为了弥补赤字，于1950年年初，国家发行了1亿分折实公债[①]。同时，

---

① 折实公债，是以实物为计算标准的公债。其单位为“分”，每分所含实物量为：大米3公斤、面粉0.75公斤、白细布1.33米、煤炭8公斤。

则紧缩行政开支，加强税收的课征。而统一财政收支则要求财政收入全部收归中央，支出由中央统一筹划，以力争财政收支平衡，减小赤字，并从而压缩弥补赤字的钞票发行。(2) 实行现金管理，力争现金收支平衡。现金管理的内容是规定各公营企业、机关、部队的现金必须存入人民银行，除规定项目外，一律采用转账结算办法，不得使用现金。目的是回笼货币，减少市场货币流通量。(3) 统一全国物资调度，争取物资调拨平衡。当时粮食、纱、布、工业器材等主要物资统由国家集中调剂供求，以控制市场。

在一个具有极高行政效率的决策核心指挥之下，这些要求立即得到贯彻。1950 年 3 月起物价即开始下跌并很快趋于平稳。批发物价指数如以 1950 年 3 月为 100，12 月为 85.4，1951 年为 92.4，1952 年为 92.6。第二次世界大战后的 50 年代初，许多国家遭受通货膨胀的煎熬，一时难以制止，而中国却在制止恶性通货膨胀方面取得成功，成为世界公认的奇迹。

附录二　对翻译的经济学词汇不要就中文望文生义

对翻译过来的名词术语千万不要从中文的文意推演。

多数时候，这类名词只是用来概括某种经济过程，取决于约定俗成；倘若以中文的意思望文生义，只会产生不必要的误会。

“通货膨胀”与“通货紧缩”这一对词汇最为典型。据译文的字面来看，它们有共同的特点：通货 + 膨胀；通货 + 紧缩，是极其显然的复合词。而原来的洋文，是膨胀（inflation），是紧缩（deflation），是不是有“通货”含义，至少在字面上没有直接表示。正是由于中文的复合形式，于是我们这些年的简化语是“通胀”、而不是“膨胀”；是“通缩”，而不是“紧缩”，这就反转过来更加强了其复合词的特点。以至于对我们的经济是否已经陷入通货紧缩局势的发问竟然使用“通货状况如何”的提法。它们都是外来的经济学术用语，译文已定型化。就译文的中文含义加以推演，很容易把通货膨胀理解为货币当局扩张货币供给的政策行为，把通货紧缩理解为货币当局紧缩货币供给的政策行为。而通货膨胀与通货紧缩的本意却都是用来指一定的客观经济过程的。

翻译过来的词就应该就原文的词义去理解。这里必须“接轨”。比如国际常用的通货膨胀率，大家都知道是指价格指数的变动。假如非要按中文字面把通货膨胀率理解为货币供给量的指数变动，那只不过是自找麻烦。

就是中国土生土长的词也不能只凭字面解释其含义。如“拨改贷”，现在就

有不少人不了解改革开放初期实施这项措施的具体背景，把它泛泛地解释为：财政不拨款了，企业的资金需求都由银行贷款解决。其实，这个行业性的用语，是专指由财政无偿拨付的基本建设投资，部分改由财政采取有偿的贷款形式。

中国的古圣先贤有一条极其重要的告诫：千万不要“望文生义”！强调这一点并不是题外话。

[复习思考题]

1. 通货膨胀和通货紧缩是在世界政治、经济、社会生活中广泛使用的概念。如何界定这两个概念，分歧甚多，但也没有妨碍它们的广泛使用。你在这方面有什么见解？

2. 西方和我国，对通货膨胀的成因有种种理论概括。从理论规范的要求出发，你认为归纳为几条较为适当？

3. 试设定一些基本前提条件，分别对通货膨胀的种种效应进行数量分析。无论这样的尝试是否成功，都有助于加深认识。

4. 第二次世界大战以后，反通货膨胀一直是世界各国的重要施政目标，有时甚至是首要施政目标。造成这样局面的经济背景是什么？

5. 在世界各国反通货膨胀的实践中，是否可能实现或实际提出零通货膨胀率的目标？

6. 在发达的市场经济国家，有否可能出现无通货膨胀的经济成长？20 世纪末 21 世纪初，美国在新经济的标榜之下，的确有高经济成长与近乎无通货膨胀的结合，并从而有无论做任何有利于经济成长的事都不会引起通货膨胀的论断。你对这一论题有何思考？

7. 20 世纪末，长期处于通货膨胀压力下的中国，突然陷入通货紧缩。虽然不断有大量的分析，但其成因依然是有待研究的课题。学习本课程后，你有什么见解？

8. 已有的理论，大多认定通货紧缩对经济成长极为不利。但 1998—2002 年的中国实际却是通货紧缩与高经济成长相结合。是怎样的经济条件造成了这种结合？

9. 据你分析，国际上议论颇多的世界性通货紧缩局面有没有可能出现？

第十九章 货币政策

第一节　货币政策及其目标

何谓货币政策

货币政策（monetary policy）的范围，有广义、狭义之别。

从广义上讲，货币政策包括政府、中央银行和其他有关部门所有有关货币方面的规定和所采取的影响货币供给数量的一切措施。按照这个界说来理解，货币政策包括有关建立货币制度的种种规定；包括所有旨在影响金融系统的发展、利用和效率的措施；甚至可进一步包括像政府借款、国债管理乃至政府税收和开支等可能影响货币支出的行为。

当代，通常说的货币政策，较之上述口径，要狭窄得多。在西方国家，比较概括的提法如：中央银行在追求可维持的实际产出增长、高就业和物价稳定所采取的用以影响货币和其他金融环境的措施。通俗一些，也可以说货币

政策指的是中央银行为实现给定的经济目标，运用各种工具调节货币供给和利率所采取的方针和措施的总和。

货币政策包括三个方面的基本内容：(1) 政策目标；(2) 实现目标所运用的政策工具；(3) 预期达到的政策效果。从确定目标，运用工具，到实现预期的政策效果，这中间还存在着一些作用环节，其中主要有中介指标和政策传导机制等。

货币政策与金融政策

金融政策，在中国是经常使用的一个词组。它包括货币政策、信贷政策、外汇政策、支付清算政策，与证券市场和保险市场等运行和发展相联系的所有政策和法规，以及各种金融子市场的监管政策和协调政策，等等。由于金融业涉及银行、证券、保险、信托、租赁等十分宽泛的内容，所以在我国，金融政策 (financial policy) 是个含义甚广的概念。基于此，货币政策可以说是金融政策中的一部分，并居于核心的地位。在我国的实务和理论文献中，经常将货币政策与金融政策混用。特别常见的是：虽然讲的是货币政策，但实际涉及银行体系的所有政策；虽然用词是金融政策，其实要说的只是货币政策，等等。需要注意的是，financial policy 这个词组，在市场经济国家，往往是指有关金融市场，特别是资本市场的政策。

我国对货币政策认识的演变

市场经济国家实行了大半个世纪的现代货币政策，在我国，直到 20 世纪 80 年代末，连这个词还很少用。问题很清楚，在计划经济体制下，货币、信用在经济生活中不占重要地位，虽然实际上也有有关货币政策这样性质的问题，但左右不了经济的发展，因而也就不会汇集为一个独立的政策而摆到决策者的桌面之上。当然，在特定的时候，客观真有需要，也会采用纵无货币政策之名却有货币政策之实的举措。如在 20 世纪 60 年代初，在极其严重的供不应求的局面之下，与财政紧缩的同时，就曾通过紧缩信贷的手段实施了事实上的紧缩货币政策，并有力地促成了物价的回落。

改革开放之后，商品货币关系迅速扩展，市场经济化的过程不断推进，金融在经济中的地位日益受到重视。这样的趋势在 20 世纪 80 年代初就已非常明显。到 1984 年底和 1985 年初，一方面是物价新一轮上涨的势头极为强烈，与之同时则是信贷总额急速扩大和对现金发行的压力猛然大增，这就促使人们把目光聚焦于货币、金融之上。虽然货币政策的概念尚未提出，但把控

制货币[①] 看做是抑制物价和掌握经济关键环节的议论一时成为非常时尚的声音。也就是说，货币、银行真正受到了上上下下广泛的重视。1989 年下半年，为了压下 1988 年过高的通货膨胀率，采用了强力的紧缩货币政策；1989 年底和 1990 年，为了阻止经济的下滑，则曾两度采用了“启动”措施，即扩张的货币政策。这可以视为最高决策层对货币政策典型的运用。随着我国体制改革的终极目标明确地确定为社会主义市场经济体制，货币政策也明确地列入宏观经济调控体系之中。在 1993 年中共中央《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》中是这样提出的：“运用货币政策与财政政策，调节社会总需求与总供给的基本平衡，并与产业政策相配合，促进国民经济和社会的协调发展。”应该说，从那以后，只要提及宏观调控，不论是党政文献，是理论论证，还是对策研究，几乎没有不提及货币政策的，而且还往往把它放在首位。

货币政策的目标：单目标与多目标

到目前为止，就各国的情况来看，对于货币政策，除表述上的差异外，做法也有所不同。美国联邦储备系统把经济增长、充分就业、稳定物价和国际收支平衡等作为货币政策目标（goal of monetary policy），核心是就业和稳定两项；日本银行在 1998 年新银行法实施前，是把稳定物价、国际收支平衡和维持对资本设备的适当需求作为货币政策目标；充分就业、实际收入的合理增长率、低通货膨胀率和国际收支平衡则是英格兰银行的货币政策目标；在德国，货币当局似乎更注重对币值和物价稳定的保护。

至于就不同时期而言，各个国家的货币政策目标也是在发展变化的。20 世纪 30 年代以前的国际金本位制时期，那时虽然还没有后来的宏观政策概念，但也可以讲各国中央银行货币政策的主要目标是稳定币值和汇率。到了 40 年代中期，凯恩斯主义的国家干预经济主张盛行以后，英、美等国相继以法律形式宣称，谋求充分就业是其货币政策的目标之一。这样，货币政策目标就由原来的单一目标转化为稳定币值和实现充分就业。自 50 年代起，由于普遍的、持续的通货膨胀，在各国中央银行的货币政策目标中，稳定的分量又加重了。但针对新的情况，提法有些变化，如把稳定解释为将物价上涨控制在可以接受的水平之内。到了 50 年代后期，西方国家中经济增长理论广泛流行，许多国家为了保护自身的经济实力和国际地位，都把发展经济、促进经济增长作为货币政策目标的重

① 应该说，关于“货币”的观念当时也不是怎么清晰的。理论讨论中货币供给这个词汇虽然已经多有使用，但在经济决策圈子之中关注的还是现金发行。

点。从60年代开始，一些国家国际收支逆差的出现，使维持固定汇率发生困难。随后在70年代，伴随着两次美元危机，一些国家又将平衡国际收支作为一项货币政策目标。70年代中期之后，“滞胀”促使一些西方国家的货币政策目标先后转为以稳定货币为主。有的国家还提出了“低通货膨胀增长”或“无通货膨胀增长”的方向。另有少数国家一直以稳定为目标，德国是其中的代表。日本在实践中也一直重视稳定货币。前几年，日本在新修改的银行法中，十分明确地把目标确定为稳定物价。

如果说，存在着得到较广泛承认的几项货币政策目标，那实际上是经历了一个逐步发展的过程。而就各国中央银行在不同时期的目标选择来说，有的是明确突出一个目标，有的则明确是追求几个目标。对于前者，称之为单目标；对于后者，称之为多目标。

国际货币基金组织和其他国际金融组织对于货币政策的主流观点都是强调单目标的稳定币值。

我国关于货币政策目标选择的观点

我国的中央银行——中国人民银行，按照《中华人民共和国中国人民银行法》，所宣布的货币政策目标为：“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”。显然，在“稳定”与“增长”之间，有先后之序，主次之分。在许多场合，两者的矛盾往往显得较为突出。在这样的背景下，我国理论界对于中国货币政策应有什么样的目标问题，一直存在着争论。主要观点有以下几种：

1. 单一目标观点。这又可分成两种相当对立的意见。一种是从稳定物价乃是经济正常运行和发展的基本前提出发，强调物价稳定是货币政策的惟一目标。另一种是从货币是再生产的第一推动力出发，主张以最大限度的经济稳定增长作为货币政策的目标，并在经济发展的基础上稳定物价。

2. 双重目标观点。这种观点认为，中央银行的货币政策目标不应是单一的，而应当同时兼顾发展经济和稳定物价两方面的要求。强调它们两者的关系是：就稳定货币而言，应是一种积极的、能动的稳定，即在经济发展中求稳定；就经济增长而言，应是持续、稳定、协调的发展，即在稳定中求发展。不兼顾，则两者的要求均不能实现。

3. 多重目标观点。鉴于经济体制改革的进一步深化和对外开放的加快，就业和国际收支问题对宏观经济的影响越来越重要。因此有人提出：我国的货币政策目标必须包括充分就业、国际收支均衡和经济增长、稳定物价等诸方面。即目标应是多重的。

对"稳定"的诠释

如果只把稳定币值作为惟一的、排他性的目标，那么这个目标的逻辑判断只应是惟一的零通货膨胀率。但实际生活中，丝毫不变的价格指数是不存在的，特别是用来度量通货膨胀和通货紧缩的几种主要价格指数同时处于丝毫不变的状态更不可能出现。自然而然，那就必须给"稳定"作政策解释、即不超过百分之几的通货膨胀率应视为稳定的范围。那么，如何确定这个允许波动的上下限？孤立地就稳定来论稳定，是无法做出逻辑论证的。运用实证分析来确定允许的波动幅度，则必须与其他宏观经济目标，比如成长、就业等目标联系起来才有可能论证：通货膨胀率不超过怎样的波动幅度是与较好成长或就业状态相匹配；超过怎样波动幅度的通货膨胀率不可能有较好的成长或就业结果，等等。这就是说，只要给稳定确定一个回旋的空间，稳定的目标就不可能是绝对惟一、全然排他的。

应该说，各国对货币政策的表述事实上反映了如上的考虑：由于经济中通货膨胀压力的持续存在，不能不把稳定的目标摆在首位，甚至惟一的地位；但同时在文字上也会表达不把稳定作绝然排他性解释的立场。如法国，对货币政策的目标明确表述是稳定之后，紧接着还有一句"完成此任务要按照政府的整个经济政策进行"的补充。再如《韩国银行法》表述得也颇明确："为国民经济发展而稳定通货价值"。至于我国的《中国人民银行法》，对于币值稳定则后缀"并以此促进经济增长"的字样。

《德意志联邦银行法》关于德意志联邦银行对其稳定货币的职责不受侵犯表述得毫不含糊，但也指出，在职责不受侵犯的条件下，"德意志联邦银行必须支持联邦政府总的经济政策"。而且德意志联邦银行还有这样的说明："稳定货币的职责并不意味着通货的稳定能够完全脱离于总体经济的发展，也不能把稳定通货作为货币政策的惟一指导方针。但是在各种经济政策的决策者（议会、联邦政府、中央银行、劳资双方）之间的相互影响中，联邦银行必须始终将保卫货币视为其首位任务。"还应指出，德意志联邦银行，在较长时间，在确定货币供应目标时，"考虑到已经被计入经济部门决策中的价格上涨不可能立即消除，而只能是程度上的减弱"，实际是把通货膨胀率考虑在内的；1985年后，则在目标中包括有2%的"正常"价格上涨。

欧洲中央银行的政策思路也可以说就是德国式的思路。1998年9月14日欧洲中央银行行长介绍：在与此不发生矛盾的情况下，可为促进就业和经济增长方面提供支持……

但就是在德国，仍然存在不同见解。1998年上台的社会民主党总理明确强调：央行必须理解它的责任不仅是维护货币稳定，而且还要提高就业和推动经济

增长。财政部长则要就此问题发起公开辩论。

对目标不应作过分机械的论证

在货币政策目标的演变过程中可以看出，在不同国家，在各该国家的不同时期，货币政策的目标是可变的。目标改变之后，对过去目标的确定进行事后总结，是否可以做出决策不当的判断，还要看过去的客观条件。过去的条件如果允许重视稳定目标而未重视，这是决策不当；如果认识到稳定的重要性但却缺少转变目标的“桥”和“路”，那就应该肯定过去决策有其合理性的成分。直到今天，有的国家仍把增长和就业的目标放在前面，恐怕就不是理论和政策的素养问题，而是有其不得不如此决策的理由。而且今天对货币政策目标的认识是否已经达到终极之点，显然不能作不留余地的论断。

从现代货币政策实践的几十年也可看出，任何国家，任何国家的任何时期，货币政策的目标无论是如何规定的，稳定币值——无论是否有明文的规定——都是其中的一个目标。如果回溯历史，从古代直至现代货币政策推行之前，围绕货币所制定的政策，也没有不涉及稳定币值的。这不难理解。货币从它一经产生的时候起，币值就是其本身的一个必然组成部分——不能设想没有币值的货币。因而，事实上，任何有关货币的政策也不可能不包含币值问题。不过，虽都不能不涉及币值，但对币值却有不同的方针：力求保持币值的稳定；维持低通货膨胀率；对高通货膨胀率无可奈何之下把增长与就业摆在首位；政策的意向至少不是力图降低货币贬值速度，有时甚至就是加速货币贬值，等等。这后一种情况都是发生在非常时期，属于非常问题。第三种情况，在当今世界比较多见，虽然没有稳住货币，但通常都有反通货膨胀的纲领。前两种情况是否都可以纳入把稳定币值作为首要目标的范围之内，一定有不同的见解。的确，这两种政策的意向有所区别，但就实践检验，有何原则不同可能并不容易分清。

稳定国内物价与稳定汇率的关系

“稳定币值”的要求包括两个方面：稳定对内的币值，也即稳定物价；稳定对外的币值，也即稳定外汇汇率。这两方面的要求并不是总能兼顾的，因而就有一个以哪个方面为主的问题。在西方工业化国家之间，20 世纪 80 年代国际协调的重点是放在汇率方面。为维持汇率不超过允许的波动幅度，如德国和日本都采取过收购美元的措施，这就给国内造成货币供给增加和通货膨胀的压力。后来，强调的重点转向从中长期角度出发，首先要稳定国内物价，实现经济的持续发展，并以之作为国际协调的基础。这在日本方面表现得较为强烈。如新的日本银

行法强调要稳定的是“物价”。德国在解释其1992年的银行法时，一方面明确过去维持马克对美元汇率所存在的矛盾，但又论证保持币值对内与对外同时稳定的可能性。

关于这个问题，本章最后一节将进一步讨论。

通货膨胀目标制

20世纪90年代以后，一些国家先后采取了“通货膨胀目标制（inflation targeting)”的货币政策。政策的核心是以未来一段时间内确定的通货膨胀率或者目标区作为货币政策目标，并根据对未来中长期通货膨胀的预测采取适当的货币政策操作，以实现长期的价格稳定。在通货膨胀控制得比较好的国家，这是当局所认定不可避免的（如对调动潜在生产力所必需的）通货膨胀率；对高通货膨胀率的国家则是当局认定可能实现的反通货膨胀的目标。如果预测实际通货膨胀率高于目标或目标区，则采取控制性的政策，以把可能高于目标的通货膨胀率压下来，使之落于目标之上；如果预测的趋向相反，则可采取较为宽松的政策，等等。

通货膨胀目标制，较之采用货币供给量、利率作为中介目标，增加了货币政策的透明度；通过解释实现公众最关切的通货膨胀目标所需的代价和手段，则提高了货币政策的可信度。

这样的货币政策目标，是明确的单一目标主张，反映着通货膨胀问题的普遍存在。从有利于经济发展来说，反通货膨胀的方针被认为是正确的方针。采用通货膨胀目标要求中央银行的货币政策对经济状况的变化有灵敏的反应，这无疑对中央银行的货币政策操作提出了极高的要求。

需要说明的是，通货膨胀目标制是一种长期货币政策目标。正确预测通货膨胀率的难度较大，货币政策对物价的影响又有较长的滞后期，而且各种经济冲击对物价也会产生短暂的影响。所以，以通货膨胀为目标的国家并不排除中央银行在特殊情况下，以充分就业和经济增长等短期货币政策目标为重心，允许短期内偏离长期通货膨胀目标。如果出现通货膨胀真的偏离目标区这样的情况，中央银行必须做出解释。

这样的政策思路和实践，已得到一些肯定的评价。到目前为止，只有不多的几个工业化国家实施了通货膨胀目标制。按照先后顺序，这些国家是新西兰、加拿大、英国、瑞典、芬兰、澳大利亚和西班牙。

货币政策与资本市场

资本市场在现代经济中具有资源配置、价格发现等重要作用，因此，资本市

场的稳定发展对宏观经济具有重要意义。由于货币政策操作对资金供给、市场利率产生影响，那就必然影响资本市场的价格，并通过资本市场影响到其他的微观经济行为，诸如民间投资、消费等等，最后则会在产出和通货膨胀等方面表现其宏观经济效应。因而近些年，在国外，环绕是否必须把资本市场的稳定发展纳入货币政策目标考虑的范围之内，成为一个讨论热点。我国的讨论则是近两三年开始的，存在明显分歧。

在专业理论界之外，政界、经济界，乃至经济学界的部分人士，有一种相当强烈的见解，要求货币当局应对资本市场的运行负有干预的责任。实质性的要求是，当资本市场上资产价格下滑，应采取降低利率、扩张信用等措施，以阻止下滑；当资本市场上资产价格过高，应采取提高利率、紧缩信用等措施，以防止过热。

对于干预资本市场的主张，货币当局是明确持反对立场。以美联储为例，他们认为自己的职责就是控制通货膨胀率和失业率；至于资本市场的走势，不在他们调控的职责之内。当然，他们论辩，绝不是不关注资本市场的态势，但出发点不是为了去干预资本市场的走势，而是因为资本市场的态势，通过如下的途径，作用于货币政策所要调控的目标。他们的基本思路可简单概括为：

资产价格→财富效应→支出效应→货币需求→货币供给

→通货膨胀压力、失业压力→货币政策做出反应

面对美国股市在20世纪90年代数年间连续攀升的背景，他们的分析是：金融资产价格的迅速提高，使得人们的财富显著增大；财富的增加意味着预期收入的提高，于是刺激了当前消费支出，扩大了支出；旺盛的支出提出了增大的货币需求，增大的货币需求要求扩张货币供给；如果依据货币需求供给货币，就会使通货膨胀的压力超过实际经济的承受能力。为此，必须运用货币政策调节货币供给。这样的链条是存在的，但是一个相当长的过程。货币政策的反应是直接对通货膨胀的压力做出的，而不是对链条的起点。在实践中，如美联储在1999年中到2000年年初的5次密集地调高利率和2001年“9·11”之前的7次密集地调低利率，与股市先是直线攀升和随后的股市一路下探，有极高的相关度。但通货膨胀与就业的压力也同样可以解释——美联储也是始终坚持用以解释——利率调整的依据。

从另一个角度来说，货币政策决策的依据和追求的目标必须是可以把握和度量的经济过程。通货膨胀、就业、经济成长等当前过程多少是可以把握的：变动前景虽有不确定性，但波动范围大体可以预期。至于资本市场，波动、震荡，变化于朝夕之间。以之作为政策目标，缺乏可操作性。

当然，货币政策对资本市场确实有影响。比如长期利率与股市存在相关关系；资本市场的资产价格也可能隐含着公众对未来通货膨胀的预期。从道理讲，

资产价格至少可以作为中央银行在货币政策决策和操作过程中的监测指标之一。实际上，货币当局对之也十分关注。但种种不确定性，难以在决策过程中建立确定性的数量制约关系。

至于在非常情况之下，中央银行通常会毫不迟疑地采取紧急措施，提供充足的流动性，以保证资本市场不至陷入崩盘境地。但是，这并不意味中央银行在一般情况下也应积极干预资本市场。

相机抉择与规则

如何处理货币政策与经济周期的关系，最早的原则是"逆风向（principle of leaning against the wind）"调节：经济趋热，相应紧缩；经济趋冷，相应扩张。对于这种模式的货币政策称之为"反周期货币政策（counter cycle monetary policy）"。"相机抉择（discretionary）"主要是指这样的模式。这种策略在凯恩斯主义盛行的时代曾经受到拥戴。

对于反周期的政策指导思想先后受到两方面的批评。先是来自货币主义。货币主义者不主张国家干预经济生活，他们认为，由于干预的时滞等原因，反周期的干预会导致周期波动的加剧。根据自己的货币需求理论，他们主张货币政策应该遵循固定的货币增长率的规则。对于这种主张，概括为"单一规则（single rule）"；或简称为"规则"，以区别于"相机抉择"。

尔后，是理性预期学派的批评。理性预期学派认为，对于宏观干预政策，公众依据预期，会采取相应行动。我们这里有一个说法："上有政策，下有对策"。结果会使政策不能实现预定的目标。这就是他们有名的政策无效命题。

在不断的发展中，初期的"相机抉择"与"规则"这组对立概念已经演进。现在，对"相机抉择"概念有否定意义的解释，即把它解释为货币当局以不同于公开目标的隐蔽目标来贯彻自己的政策意向；同时也有肯定意义的解释，即肯定货币当局有必要针对不同的经济形势相机调节自己的政策措施，但要求这样的"相机抉择"应有"规则"。今天讲"规则"也非"单一规则"，而是在更一般的意义上，要求中央银行在货币政策目标的决策中应该遵循规则——包括"相机抉择"的"规则"。

例如，通货膨胀目标制的理论依据是综合的：它承认有一个由当前条件所决定的基本通货膨胀率，对应于这个率，可按规则控制货币供给；同时又承认有诸多外在的引发通货膨胀的因素，因而需要采取相机抉择的对策。

再如，20世纪90年代提出并颇受重视的"泰勒规则"更可说明"规则"的含义。泰勒规则论证，美联储联邦基金利率——货币政策的基本工具——的确定

应取决于四个因素：一是当前的通货膨胀率；二是均衡实际利率；三是现实的通货膨胀率与目标通货膨胀率之差；四是现实的GDP产出与潜在GDP产出之差。当把这四个因素建立在一个方程之中时[①]，说明这样的规则思路：（1）存在通货膨胀，那么联邦基金利率的基准利率应是均衡利率加上通货膨胀率。（2）现实的经济生活不可避免地伴随有一个低的通货膨胀率，可视为潜在通货膨胀率，是控制通货膨胀率的目标。如果现实的通货膨胀率高于目标通货膨胀率，那么联邦基金利率应从基准利率相应调高，以抑制通货膨胀；反之，则应从基准利率相应调减。（3）现实产出高于潜在产出，说明经济偏热，联邦基金利率应从基准利率相应调高，以抑制过热；反之，则应从基准利率相应调减，以促成可能的潜在产出得以实现。

货币政策与中央银行的独立性

第十章第二节已对中央银行独立性问题作了专节讨论。讨论到货币政策，有必要再简单地重述几句：

所谓独立性问题，是指中央银行在确定货币政策目标、进行货币政策决策和货币政策操作过程中，相对于政府的关系而言，中央银行享有怎样的决策权。不同国家的中央银行，其独立性程度可能差异很大。比如有的国家的中央银行在确定货币政策目标和货币政策操作方面同时享有较高的决策权，独立性大；而另一些国家，确定货币政策目标和货币政策操作的最终决定权都不在中央银行，独立性小。实施通货膨胀目标制的国家，通过法律规定了确定货币政策最终目标（通货膨胀目标）的法律程序。这就是说，货币政策目标的确定就不是完全独立的。但政府为了保证实现既定的目标，赋予中央银行在货币政策的操作过程中有完全的独立性，比如由中央银行对调整利率、汇率和货币供应量等金融变量自主决策。其独立性介于前两者之间。

对于中央银行为什么应该保持独立性，基本的论证是：如果中央银行完全听命于政府，那么货币政策的取向就会取决于政治判断。而当今经济的发展日益复杂，没有熟知专业的判断为据，则难以进行有关货币问题的正确决策。特别是政府的经济目标是多向的，中央银行没有独立性，单一的稳定目标将难以坚持。就是在西方民主的政治体制下也是如此。日本一位资深银行家曾这样形容："为避免景气过热而紧缩银根，就如同当宴会达到高潮时把茅台酒收起来一样，在民主政治中采取这样的政策非常困难。"不同的观点则认为，宏观经济政策，尤其是

① 一般方程是：$r=p+r^{*}+\alpha(p-p^{*})+\beta y$。

财政政策，需要与货币政策相互配合，过分强调中央银行的独立不利于宏观调节的全局。从讨论的趋向看，就如同货币政策只应单目标的主张颇为行时那样，独立论也得到广泛的重视。

主张独立性的认为，独立性与币值稳定有密切联系：独立性越强，通货膨胀率越低。关于西方七国中央银行的量化分析也大体可以说明这样的相关关系。然而也有明显的例外，如日本，在近年的改革之前一直是大藏省管中央银行，中央银行的独立性极弱，但通货膨胀率却是很低的。此外，像英国，消费价格指数在20世纪70年代平均为13.68%，80年代平均为6.55%，90年代的前4年平均为3.40%——通货膨胀率显著下降，而在这期间，中央银行的独立性却并未见极大地增强。至于意大利，其中央银行的独立性并不见得更弱于英法等国，可是通货膨胀率却突出地高。显然，有关这方面的分析，还需要扩及更深刻的政治经济原因。

概括起来看，赋予中央银行在货币政策领域以独立决策的权限，对于货币政策的制定和贯彻，对于保证稳定目标的实现，是必要的。但如何赋予这样的权限，属于国家管理领域的问题。国情不同，不可能有统一的模式；由于国情不同，独立性的强弱水平也不会是同一的。再者，也绝不是说独立性越强越好。就如同稳定不可能是货币政策的绝对的惟一目标一样。环视世界的货币当局，如果不拘泥于其法律条文的文字表述而究其实质，作为一个国家的中央银行事实上也不可能绝对地独立于政府之外。除了发生在德国、美国的极少一些典型事例外，中央银行鲜有不贯彻政府的大政方针的。至于在德、美，中央银行行长有时不听从政府首脑的要求，也应看到这两个国家的国力和市场运行机制具备容纳在经济政策方面存在分歧的回旋余地；而且更应看到它们之间在大的政策取向一致和存在显然分歧后的某种妥协。

不过，无论如何，(1) 对于中央银行在货币政策方面如何贯彻国家的大政方针，政府应当充分尊重中央银行的建议。(2) 在货币政策的原则性要求已经确定之下，如何具体实施的决策权则应归属于中央银行；对具体操作过程政府应避免干预。

第二节 货币政策工具

一般性政策工具的再透视

货币政策目标是通过货币政策工具的运用来实现的。前面曾经讲过法定准备

率、再贴现率和公开市场业务等典型市场经济条件下对货币供给调控的工具。这些属于传统的、一般性的货币政策工具。

作为传统的、一般性的政策工具，其特点是经常使用且能对整个经济运行产生影响。这里在第十章讲述的基础上再作进一步的讨论。

将存款准备金集中于中央银行，最初始于英国。但是以法律形式规定商业银行必须向中央银行缴存存款准备金，则始于 1913 年美国的联邦储备法。当时，这个储备法硬性规定了法定准备率，以确保银行体系不因过多的放款而发生清偿危机。开始，准备率没有伸缩性。1935 年的美国银行立法，开始授权联邦储备委员会可以对会员银行的存款准备率调升、调降。法定准备率作为中央银行调节货币供给的政策工具，普遍始于 20 世纪 30 年代经济大危机以后。就目前来看，凡是实行中央银行制度的国家，一般都实行法定存款准备金制度。

值得注意的是，20 世纪 80 年代以来，在一些西方国家，由于公开市场业务这类工具的广泛运用等原因，准备金工具的运用开始呈弱化之势。准备金率普遍极低；有些国家，则事实上取消了法定准备金制度。

在做法上，目前许多国家都对期限不同的存款规定不同的准备率。一般地说，存款期限越短，其流动性越强，规定的准备率就越高。因此活期存款准备率大多高于定期存款准备率。也有的国家仅对活期存款规定应缴纳的准备金比率。20 世纪 50 年代以后建立存款准备金制度的国家，大多采用单一的存款准备率制，即对所有存款均按同一比率计提准备金。

在我国，中国人民银行于 1983 年作为中央银行行使职权后，于 1984 年首次规定了各专业银行缴存准备金的办法。1984 年初规定存款准备金时，企业存款准备率为 20%，储蓄存款为 40%，农村存款为 25%。1985 年将准备率调整为这几项存款和其他存款总额的 10%；1988 年 9 月 1 日又将准备率提高到 13%，并在近 10 年内未作变动。随着 1998 年 3 月对存款准备金制度进行的改革，准备率从 13% 下调到 8%。1999 年 11 月 18 日，中国人民银行再次宣布从该年 11 月 21 日起将法定存款准备金率下调至 6%。

法定存款准备率通常被认为是货币政策的最猛烈的工具之一。其政策效果表现在以下几个方面：(1) 法定准备率由于是通过货币乘数影响货币供给，因此即使准备率调整的幅度很小，也会引起货币供应量的巨大波动。(2) 即使存款准备率维持不变，它也在很大程度上限制了商业银行体系创造派生存款的能力。(3) 即使商业银行等存款机构由于种种原因持有超额准备金，法定存款准备金的调整也会产生效果；如提高准备金比率，实际上就是冻结了一部分超额准备金。

它同时也存在着明显的局限性：(1) 由于准备率调整的效果较强烈，不宜作

为中央银行日常调控货币供给的工具。(2) 由于同样的原因，它的调整对整个经济和社会心理预期都会产生显著的影响，以致使得它有了固定化的倾向。(3) 存款准备金对各类银行和不同种类的存款的影响不一致，因而货币政策实现的效果可能因这些复杂情况的存在而不易把握。

再贴现工具，现在实际是泛指中央银行对商业银行等金融机构的再贴现和各种贷款工具，一般包括两方面的内容：一是有关利率的调整；二是规定向中央银行申请再贴现或贷款的资格。前者主要着眼于短期，即中央银行根据市场的资金供求状况，随时调低或调高有关利率，以影响商业银行借入资金的成本，刺激或抑制资金需求，从而调节货币供应量。后者着眼于长期，对再贴现的票据以及有关贷款融资的种类和申请机构加以规定，如区别对待，可起抑制或扶持的作用，改变资金流向。

这一政策的效果体现在两个方面：(1) 利率的变动在一定程度上反映了中央银行的政策意向，有一种告示效应（bulletin effects）。如利率升高，意味着国家判断市场过热，有紧缩意向；反之，则意味着有扩张意向。这对短期市场利率常起导向作用。(2) 通过影响商业银行的资金成本和超额准备来影响商业银行的融资决策。

但是，再贴现和贷款作为货币政策工具，(1) 不能使中央银行有足够的主动权，甚至市场变化的走向可能违背其政策意愿。商业银行是否愿意到中央银行申请再贴现或贷款，申请多少，决定于商业银行的行为。如商业银行可通过其他途径筹措资金而不依赖于从中央银行融资，则中央银行就不能有效地控制货币供应量。(2) 利率高低有限度。在经济高速增长时期，利率无论多高，都难以遏止商业银行向中央银行再贴现或借款；在经济下滑时期，利率无论多低，也不见得能够调动商业银行向中央银行再贴现或借款的积极性。(3) 对法定准备率来说，贴现率和有关利率比较易于调整，但频繁地进行调整也会引起市场利率的经常波动，等等。

同前两种货币政策工具相比，公开市场业务有明显的优越性：(1) 中央银行能够运用公开市场业务，影响商业银行准备金，从而直接影响货币供应量。(2) 公开市场业务使中央银行能够随时根据金融市场的变化，进行经常性、连续性的操作。(3) 通过公开市场业务，中央银行可以主动出击，不像贴现政策那样，处于被动地位。(4) 由于公开市场业务的规模和方向可以灵活安排，中央银行有可能用以对货币供应量进行微调，而不会像存款准备金的变动那样，产生震动性影响。

然而，公开市场操作要有效地发挥其作用，必须具备一定的条件。(1) 金融

市场必须是全国性的，必须具有相当的独立性，可用以操作的证券种类必须齐全并达到必需的规模。(2) 必须有其他政策工具的配合。一个极端的例子是，如果没有存款准备制度，这一工具也无从发挥作用。

选择性货币政策工具

传统的三大货币政策工具，都属于对货币总量的调节，以影响整个宏观经济。在这些一般性政策工具之外，还有可选择地对某些特殊领域的信用加以调节和影响的措施。其中有消费者信用控制、证券市场的信用控制、不动产信用控制、优惠利率、预缴进口保证金等。

消费者信用控制是指中央银行对不动产以外的各种耐用消费品的销售融资予以控制。其主要内容包括：(1) 规定用分期付款购买耐用消费品时第一次付款的最低金额。(2) 规定用消费信贷购买商品的最长期限。(3) 规定可用消费信贷购买的耐用消费品种类，对不同消费品规定不同的信贷条件，等等。在通货膨胀时期，中央银行采取消费信用控制，能起到抑制消费需求和物价上涨的作用。

证券市场信用控制是中央银行对有关证券交易的各种贷款进行限制，目的在于抑制过度的投机。其中如规定一定比例的证券保证金率，并随时根据证券市场的状况加以调整。

不动产信用控制是指中央银行对金融机构在房地产方面放款的限制措施，以抑制房地产的过度投机。如对金融机构的房地产贷款规定最高限额、最长期限以及首次付款和分摊还款的最低金额等。

优惠利率是中央银行对国家重点发展的经济部门或产业，如出口工业、农业等，所采取的鼓励措施。优惠利率不仅在发展中国家多有采用，发达国家也普遍采用。这在利率一章已经讲过。

预缴进口保证金，类似证券保证金的做法，即中央银行要求进口商预缴相当于进口商品总值一定比例的存款，以抑制进口的过快增长。预缴进口保证金多为国际收支经常出现赤字的国家所采用。

直接信用控制

直接信用控制 (direct credit control) 是指从质和量两个方面，以行政命令或其他方式，直接对金融机构尤其是商业银行的信用活动所进行的控制。其手段包括利率最高限、信用配额、流动性比率和直接干预等。

规定存贷款最高利率限制，是最常使用的直接信用管制工具。如在 1980 年以前，美国有 Q 条例，条例规定，活期存款不准付息，对定期存款及储蓄存款

则规定利率最高限。其目的是为了防止银行用抬高利率的办法竞相吸收存款和为谋取高利而进行高风险存贷。

信用配额，或信贷分配（credit allocation），是指中央银行根据金融市场状况及客观经济需要，分别对各个商业银行的信用规模加以分配，限制其最高数量。这是一个颇为古老的做法。当今，在多数发展中国家，由于资金供给相对于需求来说极为不足，这种办法相当广泛地被采用。

规定商业银行的流动性比率（liquidity ratio），也是限制信用扩张的直接管制措施之一。流动性比率是指流动资产对存款的比重。一般说来，流动性比率与收益率成反比。为保持中央银行规定的流动性比率，商业银行必须缩减长期放款、扩大短期放款和增加易于变现的资产持有等措施。

直接干预是指中央银行直接对商业银行的信贷业务、放款范围等加以干预。如对业务经营不当的商业银行拒绝再贴现或采取高于一般利率的惩罚性利率；如直接干涉商业银行对存款的吸收等。

间接信用控制

间接信用控制（indirect credit control），是指中央银行通过道义劝告、窗口指导等办法间接影响商业银行的信用创造。

所谓道义劝告（moral suasion），指的是中央银行利用其声望和地位，对商业银行和其他金融机构经常发出通告、指示或与各金融机构的负责人举行面谈，劝告其遵守政府政策并自动采取贯彻政策的相应措施。例如，在国际收支出现赤字时劝告各金融机构减少海外贷款；在房地产与证券市场投机盛行时，中央银行要求商业银行减缩对这两个市场的信贷等。

窗口指导（window guidance）的内容是，中央银行根据产业行情、物价趋势和金融市场动向，规定商业银行每季度贷款的增减额，并要求其执行。如果商业银行不按规定的增减额对产业部门贷款，中央银行可削减向该银行贷款的额度，甚至采取停止提供信用等制裁措施。虽然窗口指导没有法律约束力，但其作用有时也很大。第二次世界大战结束后，窗口指导曾一度是日本货币政策的主要工具。

间接信用指导的优点是较为灵活。但要起作用，必须是中央银行在金融体系中有较强的地位、较高的威望和拥有控制信用的足够的法律权力和手段。

我国货币政策工具的使用和选择问题

中央银行使用什么样的货币政策工具来实现其特定的货币政策目标，并无一

成不变的固定模式，只能根据不同时期的经济及金融环境等客观条件而定。考察中国货币政策工具的运用，也必须立足于中国的经济金融条件等客观情况，而不能生搬硬套其他国家的经验。

中国货币政策工具主要有：存款准备金制度、信用贷款、再贴现、公开市场操作和利率政策等。

从1984年起，存款准备金制度开始建立。虽然名为存款准备金制度，但在建立之初，与前面不止一次讲过的西方国家建立这种制度的用意有极大的区别。中国人民银行初始设计该制度的思路是要保证集中控制必要的信贷资金，以便进而通过再贷款形式控制信用规模及调整信用结构。为此，确定了极高的法定准备金比率。[①] 而且后来又为商业银行规定了硬性的"备付金"比率，这实际是使总的准备金率提高。由于偏高的准备金率，使得商业银行可支配资金不足，反转过来增强了它们对中央银行的强烈借款需求，而中央银行实际上也往往不能不满足这种需求。结果，存款准备金对控制银行机构的信用创造能力并不显著。1998年3月对上述制度进行了改革，将原来的准备金存款账户与备付金存款账户合并为一个账户，统称为准备金存款。

信用贷款（lending），习惯一直叫做再贷款。再贷款的"再"字是套用再贴现的"再"字而来的，但用在这里很不准确。它实际是指中国人民银行对商业银行等金融机构发放的贷款，而不是像把已经贴现的票据再次贴现那样把已有的贷款再贷一次。从推出这一政策工具时起的很长阶段，再贷款在中国人民银行的资产中占有最大的比重，是我国基础货币吞吐的主要渠道和调节贷款流向的重要手段。在中央银行实施金融宏观调控中，特别是在其他货币政策工具的功能尚未得到应有发挥的条件下，通过再贷款调节信贷规模与结构，并从而控制货币供应量，确实起到了重要的作用。但如前所述，由于存款准备金制度的扭曲，中央银行对再贷款工具的运用往往缺乏自主性，即不是出于实现宏观调控目标而仅仅是迫于商业银行资金需求的压力。1994年以来，伴随外汇占款在中央银行资产中的比重大幅上升，再贷款的比重开始下降。同时，伴随着方方面面深化改革力度的加大，更多地发挥其他政策工具的作用成为既定方向。

再贴现业务的开展始于1986年。无论是出于何种原因，是商业信用欠发达且行为扭曲，是票据承兑贴现量小且不规范，或是其他政策工具如再贷款的作用过强等，客观上再贴现业务量在中国人民银行资产中的比重微不足道。另外，由于我国的再贴现率与其他银行存贷款利率一样，都是由国家统一规定的，既不反

---

① 这里存在一个误区，误认为中央银行也要以负债业务支持资产业务。

映资金供求状况及其变化，也无法对商业银行的借款和放款行为产生多大的影响。凡此种种，使得再贴现工具在我国的作用一直不明显。多年来，中国人民银行从公布实施票据法到加大利率体制改革，从引导广泛开展票据承兑、贴现到倡导和推行票据结算等方面，均力求为再贴现的扩展创造条件。2000 年，全国商业票据发生额为7 445亿元，中国人民银行办理再贴现的余额达1 258亿元。

根据规定，中国人民银行为执行货币政策，可以在公开市场上买卖国债以及外汇。1994 年以前，由于尚不具备开展公开市场业务的条件，中国人民银行一直无法通过这一工具来吞吐基础货币、调节货币供应量。随着 1994 年外汇体制改革、汇率并轨的实施，中国人民银行开始进行外汇公开市场操作。而以国债为对象的公开市场业务于 1996 年 4 月正式启动。近年来，随着国债发行规模的不断扩大，以及银行间债券市场的不断发展，这一政策工具的运作空间和运作力度正随着各方面条件的进一步成熟而加大，日益成为货币当局的重要货币政策手段。同时，中国人民银行也根据需要签发中央银行票据。中央银行票据是中央银行短期债券，可以在货币市场上流通。作为货币市场成员的金融机构持有中央银行票据，便于本机构的流动性管理。中央银行票据的期限在 1 年以内。在国债绝大部分是三年期以上的情况下，短期的中央银行票据，有利于公开市场操作。

中国人民银行规定"基准利率"，一是中国人民银行对商业银行的存贷款利率；二是商业银行对企业和个人的存贷款利率。一般推论，当中国人民银行提高对商业银行的贷款利率和再贴现率时，相应增加各商业银行的筹资成本，商业银行就会减少对中央银行的资金需求或提高其对企业单位和个人的贷款利率，资金市场的利率相应上升，资金需求相应减少，从而达到调节货币供应量的作用。但是，要使这一机制发挥作用所要求的条件，如前所述，是利率的变动能真实反映资金供求，以及融资成本的变动能够在很大程度上影响资金供求。就现阶段来看，这两个条件仍在发展培育的过程之中。

除上述工具外，中国人民银行还采取优惠利率政策、专项贷款、利息补贴和特种存款等办法。通过这些措施，分别扶持国家急需发展的部门，如能源、交通、出口、民族贸易和支持重点建设工程等。这类选择性的货币政策工具，能够针对特殊情况，灵活地加以运用。但其直接行政决策的色彩过浓，对充分发挥信贷资金的运用效率也有不利的一面。

中国人民银行原来最强有力的一个政策工具是"规模"——为商业银行所规定的发放贷款数量的上限。它于 1998 年已经停止使用。

第三节 货币政策的传导机制和中介指标

如何运用货币政策工具，实现既定的货币政策目标，既涉及货币政策的传导机制（conduction mechanism），也与中介指标（intermediate target）的选择有关。而有关传导机制的观点，往往构成货币政策中介指标选择的理论基础。本节主要介绍西方国家有关这方面的理论和实践。

早期凯恩斯学派的货币政策传导机制理论

一定的货币政策工具，如何引起社会经济生活的某些变化，并最终实现预期的货币政策目标，就是所谓货币政策的传导机制。对货币政策传导机制的分析，在西方，早期主要有凯恩斯学派的传导机制理论和货币学派的传导机制理论；此后，经济学家们在此基础上作了深入研究，提出了一些新的研究成果。

凯恩斯学派的货币政策传导机制理论，其最初思路可以归结为：通过货币供给 M 的增减影响利率 r，利率的变化则通过资本边际效益的影响使投资 I 以乘数方式增减，而投资的增减进而影响总支出 E 和总收入 Y。用符号可表示为：

$$M\rightarrow r\rightarrow I\rightarrow E\rightarrow Y$$

在这个传导机制发挥作用的过程中，主要环节是利率：货币供应量的调整首先影响利率的升降，然后才使投资乃至总支出发生变化。

上述分析，在初期阶段，凯恩斯学派称之为局部均衡分析，只显示了货币市场对商品市场的初始影响，而没有能反映它们之间循环往复的作用。考虑到货币市场与商品市场的相互作用，遂有进一步分析，凯恩斯学派称之为一般均衡分析。

1. 假定货币供给增加，当产出水平不变，利率会相应下降；下降的利率刺激投资，并引起总支出增加，总需求的增加推动产出上升。这与原来的分析是一样的。

2. 但产出的上升，提出了大于原来的货币需求；如果没有新的货币供给投入经济生活，货币供求的对比就会使下降的利率回升。这是商品市场对货币市场的作用。

3. 利率的回升，又会使总需求减少，产量下降；产量下降，货币需求下降，利率又会回落。这是往复不断的过程。

4. 最终会逼近一个均衡点，这个点同时满足了货币市场供求和商品市场供

求两方面的均衡要求。在这个点上，可能利息率较原来的均衡水平低，而产出量较原来的均衡水平高。

对于这些传导机制的分析，凯恩斯学派还不断增添一些内容。主要集中在货币供给到利率之间和利率到投资之间的更具体的传导机制以及一些约束条件。现实经济生活是复杂的，新的问题不断出现，有必要使分析具体化。但不论有何进展，凯恩斯学派传导机制理论的特点是对利息这一环节的特别重视。

托宾的 q 理论

以托宾为首的经济学家沿着一般均衡分析的思路扩展了凯恩斯的模型。他们的特点是把资本市场、资本市场上的资产价格，特别是股票价格纳入传导机制，认为货币理论应看做是微观经济行为主体进行资产结构管理的理论。也就是说，沟通货币和金融机构一方与实体经济一方这两方之间的联系，并不是货币数量或利率，而是资产价格以及关系资产价格的利率结构等因素。传导的过程是：货币作为起点，直接或间接影响资产价格，资产价格的变动导致实际投资的变化，并最后影响实体经济和产出。资产价格，主要是股票价格，影响实际投资的机制在于：股票价格是对现存资本存量价值的评估，是企业市场价值依以评价的依据，而企业的市场价值与资本的重置成本——按现行物价购买机器、设备进行新投资的成本——相比较，将影响投资行为。托宾把 q 定义为企业市场价值与资本重置成本之比。如果 q 值高，意味着企业市场价值高于资本的重置成本，厂商将愿意增加投资支出，追加资本存量；相反，如果 q 值低，厂商对新的投资就不会有积极性。因此，q 值是决定新投资的主要因素。这一过程可以表示为：

$$M \to r \to P_E \to q \to I \to Y$$

式中，P_E 为股票价格；其他符号同上。

早期货币学派的货币政策传导机制理论

与凯恩斯学派不同，货币学派认为，利率在货币传导机制中不起重要作用。他们更强调货币供应量在整个传导机制上的直接效果。货币学派论证的传导机制可表示如下：

$$M \to E \to I \to Y$$

式中的 $M \to E$，是表明货币供给量的变化直接影响支出。这是因为：

（1）货币需求有其内在的稳定性。这个货币主义观点在货币需求一章中已作介绍。

（2）货币需求函数中不包含任何货币供给的因素，因而货币供给的变动不会

直接引起货币需求的变化；至于货币供给，在货币供给一章中介绍了货币主义把它视为外生变量的观点。

(3) 当作为外生变量的货币供给改变，比如增大时，由于货币需求并不改变，公众手持货币量会超过他们所愿意持有的货币量，从而必然增加支出。

$E \to I$ 是指变化了的支出用于投资的过程，货币主义者认为这将是资产结构的调整过程。

(1) 超过意愿持有的货币，或用于购买金融资产，或用于购买非金融资产，直至人力资本的投资。

(2) 不同取向的投资会相应引起不同资产相对收益率的变动，如投资于金融资产偏多，金融资产市值上涨，从而会刺激非金融资产，如产业投资；产业投资增加，既可能促使产出增加，也会促使产品价格上涨，如此等等。

(3) 这就引起资产结构的调整，而在这一调整过程中，不同资产收益率的比又会趋于相对稳定状态。

最后是名义收入 Y，是价格和实际产出的乘积。由于 M 作用于支出，导致资产结构调整，并最终引起 Y 的变动，那么，这一变动究竟在多大程度上反映实际产量的变化，又有多大比例反映在价格水平上？货币主义者认为，货币供给的变化短期内对两方面均可发生影响；就长期来说，则只会影响物价水平。

信贷传导机制理论

信贷传导机制理论是较晚发展起来的理论。这种理论强调信贷传导有其独立性，不能由类如利率传导、货币数量传导的分析所代替，需专门考察。这方面的分析主要侧重于紧缩效应。

其一，是对银行传导机制的研究。银行信贷传导机制理论，首先明确的是，银行贷款不能全然由其他融资形式，如资本市场的有价证券发行所替代。特定类型的借款人，如小企业和普通消费者，它们的融资需求只能通过银行贷款来满足。如果中央银行能够通过货币政策操作影响贷款的供给，那么，就能通过影响银行贷款的增减变化影响总支出。

假设中央银行决定实施紧缩性的货币政策，售出债券，商业银行可用的准备金 R 相应减少，存款货币 D 的创造相应减少，其他条件不变，银行贷款 L 的供给也不得不同时削减。结果，致使那些依赖银行贷款融资的特定借款人必须削减投资和消费，于是总支出下降。过程可以描述如下：

公开市场的紧缩操作 $\to R \to D \to L \to I \to Y$

全过程的特点是不必通过利率机制。

而且商业银行的行为绝不仅仅体现利率的支配作用。比如，在经济顺畅发展之际，银行不太顾虑还款违约的风险而过分扩大贷款；经济趋冷时则会过分收缩贷款。如果判断货币当局有紧缩的意向，它们会先行紧缩贷款。要是货币当局采取直接限制商业银行贷款扩张幅度的措施，商业银行有可能不仅不利用允许的扩张幅度，而且会立即自行紧缩。这就是说，商业银行所提供的信用数量并不一定受中央银行行为的制约，有时候会主动地改变其信用规模。对于商业银行自我控制贷款供给的行为有一个专门名词，叫做信贷配给（credit rationing）。

银行信贷传导的论述，在西方，是较新的理论。在我国，这样的传导机制却并不陌生。

其二，是对资产负债表渠道（balance sheet channel）的研究。20 世纪 90 年代，有的经济学家，从货币供给变动对借款人资产负债状况的影响角度来分析信用传导机制。他们认为，货币供给量的减少和利率的上升，将影响借款人的资产状况，特别是现金流的状况。利率的上升直接导致利息等费用支出的增加，会减少净现金流；同时又间接影响销售收入下降，也会减少净现金流。同时，利率的上升将导致股价的下跌，从而恶化其资产状况，并且也使可用做借款担保品的价值缩小。由于这种种情况，使贷款的逆向选择和道德风险问题趋于严重，并促使银行减少贷款投放。一部分资产状况恶化和资信状况不佳的借款人不仅不易获得银行贷款，也难以从金融市场直接融资。结果则会导致投资与产出的下降。

$$M \to r \to P_E \to NCF \to H \to L \to I \to Y$$

式中，NCF 为净现金流；H 为逆向选择和道德风险；其他符号同上。

财富传导机制

在第一节讲述货币政策与资本市场问题时，说到资本市场的财富效应。资本市场的财富效应及其对产出的影响可表示如下：

$$P_E \to W \to C \to Y$$

式中，W 为财富；C 为消费。

对于这样的效应传递，是普遍认同的。而且随着资本市场作用的迅速增强，这一传导机制无疑会起越来越大的作用。问题是，要把它确定为货币政策的传导机制，必须是如下过程的确定性得到论证：

$$\begin{cases} M \to P_E \\ M \to r \to P_E \end{cases}$$

货币供给和利率会作用于资本市场是没有疑问的。但是，货币当局通过对货币供给和利率的操作，有可能以怎样程度的确定性取得调节资本市场行情特别是

股票价格的效果，还是不十分清楚的。至少还没有取得较为一致的见解。

开放经济下的货币传导机制

在开放经济条件下，净出口，即一国出口总额与进口总额之差，是总需求的一个重要组成部分。货币政策可以通过影响国际资本流动，改变汇率，并在一定的贸易条件下影响净出口。

在实行固定汇率制度的国家，中央银行可以直接调整汇率；在实行浮动汇率制度的国家，中央银行必须通过公开市场操作来改变汇率。当一国实行紧缩的货币政策，利率随之上升，外国对该国生息的金融资产，如债券的需求会增加；而该国对国外类似资产，如外国生息的金融资产的需求会下降。为了购买该国金融资产，外国人必须购买该国货币，外国对该国货币的需求增加。相应地该国对外国货币的需求减少。这就使得该国货币在外汇市场上升值。本币的升值不利于本国商品的出口，却会提升外国商品在本国的市场竞争力，该国贸易差额恶化，净出口下降。当一国实行扩张的货币政策，则有相反的过程。这样的机制可以描述如下：

$$M \rightarrow r \rightarrow r_e \rightarrow NX \rightarrow Y$$

式中，r_e 为汇率；NX 为净出口；其他符号同上。

在金融全球化的趋势下，国际资本的流动对本国货币政策的操作具有抵消作用。比如正当本国需要提高利率以限制对本国商品和劳务的总需求时，外国资本的流入却抑制了利息率的上升。与此相反，当中央银行期望降低利率时，资本的流出却会阻碍利率的下降。

货币政策中介指标的选择

从货币政策工具的运用到货币政策目标的实现之间有一个相当长的作用过程。在这个作用过程中有必要及时了解政策工具是否得力，估计政策目标能不能实现，这就需要借助于中介指标的设置。事实上，货币当局本身并不能直接控制和实现诸如稳定、增长这些货币政策的目标。它只能借助于货币政策工具，并通过对中介指标的调节和影响最终实现政策目标。因此，中介指标就成了货币政策作用过程中一个十分重要的中间环节。对它们的选择是否正确以及选定后能否达到预期调节效果，关系到货币政策最终目标能否实现。通常认为中介指标的选取要符合如下一些标准：

1. 可控性。即是否易于为货币当局所控制。通常要求中介指标与所能适用的货币政策工具之间要有密切的、稳定的和统计数量上的联系。

2. 可测性。其含义包括两个方面：一是中央银行能够迅速获取有关中介指标的准确数据；二是有较明确的定义并便于观察、分析和监测。

3. 相关性。指的是只要能达到中介指标，中央银行在实现或接近实现货币政策目标方面不会遇到障碍和困难。也就是说，要求中介指标与货币政策的最终目标之间要有密切的、稳定的和统计数量上的联系。

4. 抗干扰性。货币政策在实施过程中常会受到许多外来因素或非政策因素的干扰。只有选取那些受干扰程度较低的中介指标，才能通过货币政策工具的操作达到最终目标。

5. 与经济体制、金融体制有较好的适应性。经济及金融环境不同，中央银行为实现既定的货币政策目标而采用的政策工具不同，选择作为中介指标的金融变量也必然有区别。这是不言自明的。

根据以上几个条件，尤其是根据前三个条件所确定的中介指标一般有利率、货币供应量、超额准备金和基础货币等。根据这些指标对货币政策工具反应的先后和作用于最终目标的过程，又可分为两类：一类是近期指标，即中央银行对它的控制力较强，但离货币政策的最终目标较远；另一类是远期指标，即中央银行对它的控制力较弱，但离政策目标较近。

利率指标

作为中介指标，利率的优点是：(1) 可控性强。中央银行可直接控制对金融机构融资的利率。而通过公开市场业务或再贴现政策，也能调节市场利率的走向。(2) 可测性强。中央银行在任何时候都能观察到市场利率的水平及结构。(3) 货币当局能够通过利率影响投资和消费支出，从而调节总供求。但是，利率作为中介指标也有并不理想之处。作为内生经济变量，利率的变动是顺循环的：经济繁荣时，利率因信贷需求增加而上升；经济停滞时，利率随信贷需求减少而下降。然而作为政策变量，利率与总需求也应沿同一方向变动：经济过热，应提高利率；经济疲软，应降低利率。这就是说，利率作为内生变量和作为政策变量往往很难区分。比如，确定一个利率提高的目标，为的是抑制需求；但经济过程本身如把利率推到这个高度，作为一个内生变量，它却是难以直接抑制需求的。在这种情况下，中央银行很难判明自己的政策操作是否已经达到了预期目的。

货币供应量

以货币供应量作为中介指标，首先遇到的困难是确定哪种口径的货币供给作为中介指标：是现金，还是 $M1$，抑或是 $M2$。就可测性、可控性来说，三个指

标均可满足。它们随时都分别反映在中央银行和商业银行及其他金融机构的资产负债表上，可以进行测算和分析。现金直接由中央银行发行并注入流通；通过控制基础货币，中央银行也能有效地控制 $M1$ 和 $M2$。问题在于相关性，到底是哪一个指标更能代表一定时期的社会总需求和购买力，并从而通过对它的调控就可直接影响总供求。现金，在现代经济生活中已经起不了这种作用。问题是 $M1$ 和 $M2$ 的优劣比较，对此有颇不相同的见解。至于就抗干扰性来说，货币供应量的变动作为内生变量是顺循环的，而作为政策变量则应是逆循环的。因此，政策性影响与非政策性影响，一般说来不会相互混淆。

是选用货币供应量，还是选用利率，不存在哪个绝对好哪个绝对差的定论。如何选择要看条件，并且也只有根据经验的积累才能判断怎样的选择对本国条件来说较为理想。比如 20 世纪 70 年代中期以后，西方各国中央银行纷纷将中介指标由利率改为货币供应量；而进入 90 年代以来，一些发达国家又先后放弃以货币供应量作为中介指标，转而采用利率。原因是 80 年代末以来的金融创新、金融放松管制和全球金融市场一体化，使得各层次货币供应量之间的界限更加不易确定，以致基础货币的扩张系数失去了以往的稳定性，也使得货币总量同最终目标的关系更难把握。结果是中央银行失去了对货币总量强有力的控制。

此外，有一些经济、金融开放程度高的国家及地区，是以汇率作为货币政策的中介指标。这些国家或地区的货币当局确定其本币同另一个较强国家货币的汇率水平，并通过货币政策操作，钉住这一水平，以此实现最终目标。

上述的利率和货币供应量两种指标一般视为远期指标。这类中介指标离货币政策最终目标较近。但中央银行对这些指标的控制力弱于像超额准备和基础货币这样的短期指标。

超额准备金和基础货币

超额准备对商业银行的资产业务规模有直接决定作用。存款准备金率、公开市场业务和再贴现率等货币政策工具，都是通过影响超额准备金的水平而发挥作用的。但是，作为中介指标，超额准备金往往因其取决于商业银行的意愿和财务状况而不易为货币当局测度、控制。

基础货币是流通中的现金和商业银行的存款准备金的总和，它构成了货币供应量倍数伸缩的基础。与超额准备金不同，它可满足可测性和可控性的要求，数字一目了然，数量也易于调控。不少国家把它视为较理想的近期指标。

西方货币政策通过中介指标的操作，可简单图示如图 19—1。

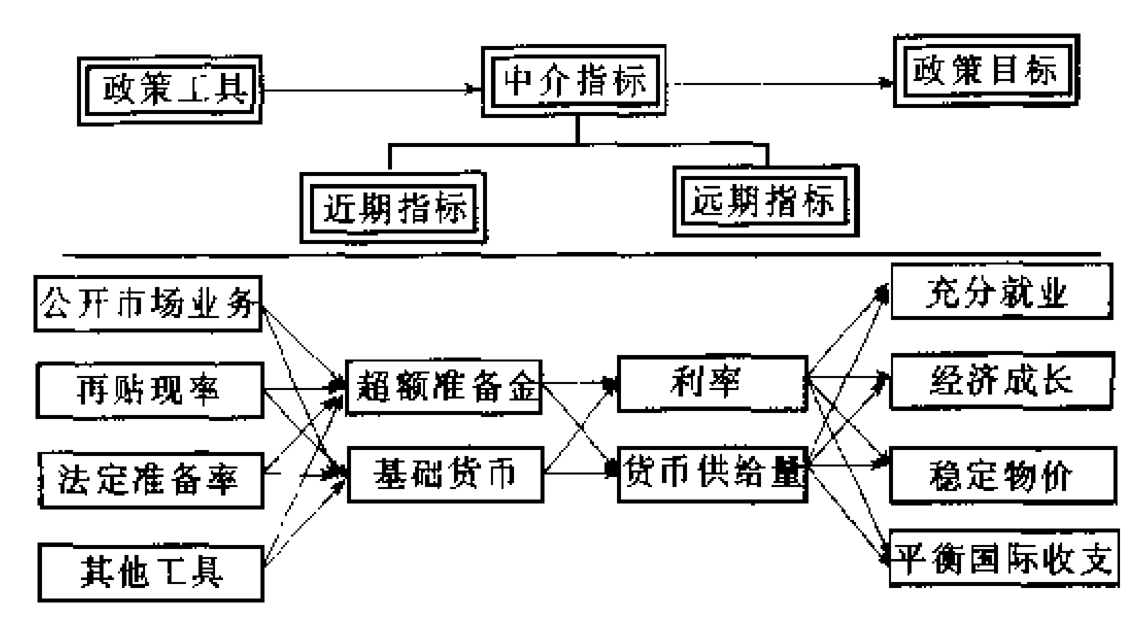


图 19—1 西方货币政策通过中介指标的操作图示

第四节 货币政策效应

货币政策的时滞

任何政策从制定到获得主要的或全部的效果，必须经过一段时间，这段时间叫做“时滞（time lag)”。如果收效太迟或难以确定何时收效，则政策本身能否成立也就成了问题。

时滞由两部分组成：内部时滞和外部时滞。

内部时滞是指从政策制定到货币当局采取行动的这段期间。它可再分为两个阶段：(1）从形势变化需要货币当局采取行动到它认识到这种需要的时间距离，称为认识时滞；(2）从货币当局认识到需要行动到实际采取行动这段时间，称为行动时滞。内部时滞的长短取决于货币当局对经济形势的预见能力、制定对策的效率和行动的决心，等等。

外部时滞又称影响时滞，指从货币当局采取行动开始直到对政策目标产生影响为止的这段过程。外部时滞主要由客观的经济和金融条件决定。不论是货币供给量还是利率，它们的变动都不会立即影响到政策目标。比如企业是扩大还是缩减投资，要决策，要制定计划，然后付诸实施。每个阶段都需要时间。

时滞是影响货币政策效应的重要因素。如果货币政策可能产生的大部分效应较快地有所表现，那么货币当局就可根据期初的预测值，考察政策生效的状况，并对政策的取向和力度作必要的调整，从而使政策能够更好地实现预期的目标。假定政策的大部分效应要在较长的时间，比如两年后产生，而在这两年内，经济形势会发生很多变化，那就很难证明货币政策的预期效应是否实现。

货币流通速度的影响

对货币政策有效性的另一主要限制因素是货币流通速度。对于货币流通速度一个相当小的变动，如果政策制定者未能预料到或在估算这个变动幅度时出现偏差，都可能使货币政策效果受到严重影响，甚至有可能使本来正确的政策走向反面。假设，在预测的年度，GNP将增长20%；再假设，根据以前一些年份有关数据的实证规律，只要包括货币流通速度在内的其他条件不变，货币供给等比增加即可满足GNP增长对货币的追加需求。如果货币流通速度在预测的期间加快了10%，不考虑其他条件的变化，货币供给则只需增加9.1%即可。要是货币当局没有预见到货币流通速度的变化，而是按流通速度没有多大变化的考虑决定增加货币供给20%，那么新增的货币供给量则将成为助长经济过热的因素。

但是，在实际生活中，对货币流通速度变动的估算，很难做到不发生误差。因为使之发生变动的因素太多。这当然也就限制了货币政策的有效性。

微观主体预期的对消作用

对货币政策有效性或效应高低构成挑战的另外一个因素是微观主体的预期。当一项货币政策提出时，微观经济行为主体，会立即根据可能获得的各种信息预测政策的后果，从而很快地做出对策，而且极少有时滞。货币当局推出的政策，面对微观主体广泛采取的对消其作用的对策，可能归于无效。例如，政府拟采取长期的扩张政策，人们通过各种信息预期社会总需求会增加，物价会上涨，在这种情况下，工人会通过工会与雇主谈判，要求提高工资，企业预期工资成本的增大而不愿扩展经营。最后的结果是只有物价的上涨而没有产出的增长。鉴于微观主体的预期，似乎只有在货币政策的取向和力度没有或没有完全为公众知晓的情况下才能生效或达到预期效果。但是货币当局不可能长期不让社会知道它所要采取的政策；即使采取非常规的货币政策，不久之后也会落在人们的预期之内。假如货币当局长期采取非常规的货币政策，则将导致微观经济主体做出错误判断，并会使经济陷入混乱之中。但实际的情况是，公众的预测即使非常准确，实施对策即使很快，其效应的发挥也要有个过程。这就是说，货币政策仍可奏效，只是公众的预期行为会使其效应打很大的折扣。

其他经济政治因素的影响

除时滞、货币流通速度和微观主体预期等因素的影响外，货币政策的效果也会受到其他外来的或体制的因素所影响。

一般说来，一项既定的货币政策出台后总要持续一段时间。在这段时间内，

如果客观经济条件的变化，而货币政策又难以做出相应的调整时，就可能出现货币政策效果下降甚至失效的情况。比如，在实施扩张性货币政策中，生产领域出现了生产要素的结构性短缺。这时纵然货币、资金的供给很充裕，由于瓶颈部门的制约，实际的生产也难以增长，扩张的目标即无从实现。再如，实施紧缩性货币政策以期改善市场供求对比状况，但在过程中出现了开工率过低、经济效益指标下滑过快等情况。这就是说，紧缩需求的同时，供给也减少了，改善供求对比的目标也不能实现。

政治因素对货币政策效果的影响也是巨大的。由于任何一项货币政策方案的贯彻，都可能给不同阶层、集团、部门或地方的利益带来一定的影响。这些主体如果在自己利益受损时做出强烈的反应，就会形成一定的政治压力。当这些压力足够有力时，则会迫使货币政策进行调整。

透明度和取信于公众问题

货币政策决策的透明度（transparency），对于政策效应的发挥至关重要，也是一个受到十分关注的问题。

货币政策，其取向，是松是紧；其目标，如定位于物价，要求掌握在怎样的水平，如定位于多目标，如何相互协调；其工具，是利率，是准备率，还是公开市场操作——如此等等，对市场运作的方方面面均有影响，必然受到微观经济行为主体，政府、议会、社会各有关部门和团体，乃至外国和国际金融机构的密切关注。

从方针政策和决策准则来说，要求在决策者和广大公众之间高度沟通。如果决策过程不透明，就难以树立公众对货币当局的信任（credibility）；如果没有必要的透明度使公众领会决策者的行为准则和意向，在胡乱猜测中所造成的紊乱必然会使经济付出代价。

现在很强调货币政策要讲规则。第一节讲到政策目标的确定遵循规则的含义。实际上，不仅对政策目标的确定应有规则，为实现最终目标而建立的操作目标与最终目标之间的联系也应有规则。就是政策的操作也应有规则。依据各国货币政策的实践，也可这样理解：无论确定最终目标有何区别、政策工具的选择有何区别，操作和调整程序有何区别，货币当局的行为均应力求规范，有规则可循。如此强调，无疑首先是为了规范货币当局的行为，保证货币政策的质量，但同时又与“透明度”有关：透明度越高，就越有利于取得公众的信任。

不透明或没有必要的透明度，公众的预期和“对策”，对消货币政策的效应，乃至“政策无效”；有了必要的透明度，取得公众的信任，由此诱导的公众预期，

则是贯彻货币政策的助力。

不透明，不利于货币政策的有效贯彻，但不能与保密要求统一的透明也不成立。比如利率调整，如果把中央银行决策全过程都袒露在公众面前，那么市场就会在中央银行是早调、是晚调，是调高、是调低，要调多大幅度的决策斟酌过程中，时风时雨、时阴时晴，毫无宁日。

美联储的做法是：决策的程序乃至日程安排全透明，对利率决策的公开市场委员会开会的月日，会后宣布决策的内容确定；委员会讨论的概括性说明立即公布，包括各位委员主张的会议记录隔一定时日也公之于众。至于每一次决策内容，在宣布之前做到严格保密；公开市场委员会的投票决策程序则是保密的必要条件。当然，这并不排除公众和舆论的推测。并且，规范的、透明的决策程序安排和有关货币政策方方面面的规则，使得公众和舆论的推测常常符合美联储决策的意向乃至调高调低的幅度。这就使利率调整可能带来的冲击，有相当部分在决策之前就被吸收，有利于市场稳定。透明、保密与取得公众信任三方面要求取得协调就有利于货币政策效应的发挥。至于在利率管制的国家，如我国，利率的调整必须严格保密。如果在酝酿的过程中透露消息，由于人们了解的有多有少，有的一点不了解，必然破坏公平竞争，破坏金融秩序。在这方面不是空论透明，而是应该努力建立规范的决策程序。决策的运作程序规范而公开，越透明，就越能实现保密的要求。

货币政策效应的衡量

衡量货币政策效应，一是看效应发挥的快慢。前面关于时滞的分析已经涉及。二是看发挥效力的大小。

对货币政策数量效应大小的判断，一般着眼于实施的货币政策所取得的效果与预期所要达到的目标之间的差距。以评估紧缩政策为例，如果通货膨胀是由社会总需求大于社会总供给造成的，而货币政策正是以纠正供求失衡为目标，那么这项紧缩性货币政策是否有效，效应大小，可以从这样几个方面考察：(1) 如果通过货币政策的实施，紧缩了货币供给，并从而平抑了价格水平的上涨，或者促使价格水平回落，同时又不影响产出或供给的增长率，那么可以说这项紧缩性货币政策的有效性最大。(2) 如果通过货币供应量的紧缩，在平抑价格水平上涨或促使价格水平回落的同时，也抑制了产出数量的增长，那么货币紧缩政策有效性的大小，则要视价格水平变动与产出变动的对比而定。若产出数量虽有减少，但减少规模还不算大，而抑制价格水平的目标接近实现，可视为货币紧缩政策的有效性较大；若产出量的减少非常明显，而价格水平目标的实现并不理想，货币紧

缩的有效性只能判定较小。(3) 如果货币紧缩政策无力平抑价格上涨或促使价格回落，却抑制了产出的增长甚至使产出的增长为负，则可判定货币紧缩政策无效。衡量其他取向的货币政策效应，也可采用类似的思路。

但在现实生活中，宏观经济目标的实现往往有赖于多种政策如收入政策、价格政策等方面的配套进行。因此要准确地检验货币政策效果，必须结合与其他政策之间的相互作用及作用大小进行分析。这是一个相当困难的课题。

西方对货币政策总体效应理论评价的演变

西方市场经济国家用来干预经济生活的现代宏观经济政策，其中包括货币政策，始于20世纪30年代凯恩斯主义的形成。凯恩斯否定了西方古典经济学派关于经济人是理性人的假设，否定了关于供给可以创造同等需求以及市场机制的本身即可实现充分就业均衡的论点。他认为有效需求不足是必然的，因而必须由国家干预经济生活予以补足。至于国家所应采取的政策，他认为在当时应是财政政策、而不是货币政策——货币政策无力扭转过度萧条的局面。通过财政政策所实现的需求扩张，在达到充分就业以前，他认为，不会引起通货膨胀。

被西方各国奉为圭臬的凯恩斯主义，在第二次世界大战后有进一步的发展，就其政策主张来说，认为财政政策与货币政策两者的配合采用，有可能熨平资本主义的周期波动，消灭危机，并实现成长、就业和稳定诸目标的协调一致。

但是第二次世界大战后一些年代的实践说明，国家干预的结果却是经济增长与通货膨胀并存。在这样的背景下，出现了把这两者视为具有相互替代关系的菲利普斯曲线。对此前面已有介绍。到了70年代，又出现了“滞胀”的局面，即就业已不能用通货膨胀的代价来换取——通货膨胀存在的同时却是经济停滞和突出的失业问题。

货币学派反对凯恩斯学派关于国家干预经济生活的主张，认为国家的过多干预阻碍了市场自我调节机制作用的发挥、从而促成经济紊乱。就货币政策来说，凯恩斯学派主张实施“逆风向”调节的相机抉择的方针。货币学派认为，相机调节货币供给的金融政策，由于要在长期时滞之后才能生效，那么是否有效实际上难以肯定。而且多变的金融政策还会加剧经济的波动。他们论证，货币需求函数的变动，从长期看是相当稳定的，因而其主张是保持货币供给按“规则”增长。在20世纪70年代批判凯恩斯主义的还有供给学派。他们同样强调充分发挥市场本身的调节作用，同时还重新确认供给决定需求这一古典原理，认为经济具有足够的能力购买它的全部产品。所以，他们主要的政策主张是通过降税等措施刺激投资和产出。由于不认为在需求方面应该采取什么行动，决定了他们的货币政策

主张是单一的稳定。

随后，合理预期学派得到很大的发展。他们重新确认西方古典经济学关于经济生活中的主体是“理性人”的假设。所谓理性人是指他们都会尽力收集有关信息，进行合理的预测，并按效用最大化和利润最大化的原则做决策。他们认为，只有靠出乎微观主体的预料，宏观政策才能生效，但要使所有人长期受骗是不可能的。前面讲的微观主体预期对货币政策的对消作用，就是他们的宏观经济政策无效命题的注解。他们也强调市场机制的作用，反对相机抉择的政策主张，认为这只会造成政策不稳定的感觉并加剧波动。他们的货币政策主张与货币主义一样，强调政策的连续性，要求货币供给量的增长应保持稳定。

自由资本主义时期的货币政策是要求创造稳定的金融环境，以保证市场机制发挥作用；凯恩斯主义的货币政策是要求主动通过金融工具逆风向地调节有效需求，并认为在与其他政策配合下可以克服经济波动；现代批判凯恩斯主义的各流派，则是在凯恩斯主义政策虽曾一度取得某种成功但也同样陷人困境的背景下，反对相机抉择的政策，主张货币政策稳定，并相信只有依靠市场机制才能走出困境。这个反复提示我们，如何估量货币政策的总体效应，还是一个应该不断深人探索的课题。

对治理通货膨胀与治理通货紧缩所起的作用迥然有别

利用货币政策治理通货膨胀，成效显著。虽然导致通货膨胀的初始原因可能不尽相同，但通货膨胀最终都表现为货币供给过多。所以，只要中央银行采取适当的紧缩政策，控制货币供给增长，通货膨胀会程度不同地得到抑制。而中央银行在抑制货币供给增长方面的作用是强而有力的：中央银行有很多可以运用的工具，对于创造存款货币的商业银行能够起强而有力的制约作用，并进而制约投资支出和消费支出。严峻的紧缩货币政策也能实现压缩现有货币供给量的要求。在20世纪，各国利用货币政策治理通货膨胀取得比较丰富的经验。

在治理通货紧缩方面，货币政策的效果不很明显。主要原因可从两方面分析：一是从经济基本面分析，导致需求不足、物价下跌的原因本身比较复杂，货币政策不大可能直接作用于这些基础层面。比如，收入差距的拉大，消费者未来收支预期的改变等可能导致消费增长缓慢；技术进步、产品创新等加快了老产品的淘汰和新产品价格的降低；某些改革措施，如降低关税等，也必然降低进口产品的价格，等等。二是从中央银行扩张货币供给的能力来看，与紧缩货币供给的能力来比，不可同日而语。货币政策目标的实现，除了货币当局的决心和行动，还要取决于两个环节：一是商业银行；二是厂商和消费者。为了扭转经济的过

冷，货币当局力求扩张；而在过冷的经济形势下，商业银行正是缺乏扩大信贷业务的积极性，厂商正是缺乏扩大投资支出的积极性，消费者也同样正是缺乏扩大消费支出的积极性。不仅他们的行为意向与货币当局不必一致，而且也不听命于货币当局。所以，即使中央银行执行扩张性的货币政策，也不易收到扩张的实际效果。

我国改革开放二十几年的情况基本支持这里的判断。

必须有其他金融政策的配合

货币政策能否较好地起作用也要靠其他金融政策的配合。

货币政策传导的信贷渠道说明，货币政策有时可以通过商业银行的信贷政策起作用。所以，信贷政策对货币政策的效果有一定的影响。

例如，我们在实行扩张性的货币政策的时候，如果商业银行的信贷政策趋于保守，比如说“惜贷”，中央银行扩大货币供给的目的就难以达到。

再如，我们在实行紧缩性的货币政策的时候，如果商业银行受企业投资饥渴症的影响，“倒逼”中央银行扩大再贷款规模，则中央银行的目的也难以完全达到。

在对外开放经济条件下，一国货币政策往往会受到对外金融政策——如汇率政策、资本管制政策——的影响。例如，在资本自由流动的情况下，一国中央银行降低或提高利率的努力经常要被国际游资的频繁流出与流入所抵消。

在开放经济条件下，中央银行既要保持货币对内价值的稳定，同时又要保持本币对外价值的稳定，历次世界性的金融危机证明了这事实上是很难兼顾的。所以，对于广大发展中国家而言，要保持货币政策的独立性必须有一道防火墙，阻隔国际金融危机的冲击，这一点在东南亚金融危机之后，得到了大多数经济学家的认可。

货币政策与金融监管的关系也极紧密。比如要实行紧缩货币政策，同时强化监管，会使紧缩效应加强。这也是各国常用的做法。如果货币政策与金融监管作用力的方向不一致，就会使力量抵消。以我国为例，把 1997 年视为始点，在我国金融领域中事实上存在着两个并行的走势：一个是宏观决策的取向，如前面提到的，自 1996 年年中以后，中央银行实际执行的是扩张取向的货币政策；另一个与之并行的趋势则是金融领域中伴随着“整顿金融机构”、“规范金融行为”、“化解金融风险”的日益强化的紧缩效应。两个方向相逆的取向同时起作用，于是，金融整顿措施的紧缩效应在相当大的程度上对消了货币政策的扩张意向。

第五节　中国货币政策的实践

我国古代的宏观经济政策思想

本章所研究的货币政策，是以现代社会化的大生产为其背景，而且其形成也只是始于20世纪30年代。但是，在中国的古代，的确存在着这样的政策。当然，它只能是古代的，即以古代小农经济为背景。不过也是从经济整体出发，期望运用总量的政策工具作用于经济运行机制，因而的确可以称之为宏观经济政策。指导这样政策的思想是中国经济思想史中极其光辉的篇章。

最初是从价格角度提出的。早在春秋战国之际，范蠡认为：粮价过贱，不利于农民；过贵，不利于商人。因而认为，把价格控制在一定限度之内，则“农末俱利……治国之道也”。后来，有李悝，主张尽地力之教。他的关于控制谷物价格的措施是这样记载的：丰年，谷价下跌，国家用货币收购，掌握收购数量的尺度是“贾平则止”（“贾平”是价格恢复正常的意思）；荒年则出售丰年收购的谷物，平抑上涨的谷价——“粜不贵则民不散”。史书说，他的办法“行之魏国，国以富强”。

要实现这样的要求，古人看得很清楚，国家必须有实力。首先是要掌握货币。其最强烈的主张是要求从铜的开采、保有直到铸造都由君王垄断。实践中占统治地位的是中央垄断铸币铸造的制度。这在第一章已经讲过。在掌握货币的同时，也要求掌握谷物。古人懂得，不掌握谷物，也无力调节谷价。

关于古代的货币政策思想，在《管子》一书中有最集中的反映，其内容大体是：

(1) 明确货币与物价的相互关系：“币重而万物轻，币轻而万物重”。就是货币购买力高则物价低，货币购买力低则物价高。“两者不衡立”，即两种情况不能并存。

(2) 调节货币购买力的高低和物价水平的高低，其操作过程是：把货币聚敛在国家手中，流通中缺货币，货币购买力提高，物价跌；投放货币收购万物，物价上升而货币购买力下降。“国币之九在上，一在下，币重而万物轻。敛万物应之以币，币在下，万物皆在上，万物重什倍。”

(3) 除去货币的操作，还强调要辅之以财政措施及信用措施。《管子》强调：“令有缓急，故物有轻重”。如下令征货币，则币重；如征谷，则谷重，等等。而且征敛日期越急，货币购买力和物价的变化越大。同时主张君王应依靠集中的

钱、谷，对百姓在春耕、夏耘、农具、种子、口粮等方面的需求给予支持，以缓解市场对小农命运的操纵。

(4)《管子》为自己确定的直接目标并不是价格的绝对稳定。商品价格的不断上下摆动，《管子》认为这是自然而然的事情，它称之为“衡，无数也”，认为正是在这种情况下国家调节才有存在的意义。

(5) 其最终目标是保护小农经济，遏制大商贾通过市场对小农的兼并，并从而巩固封建君主的统治。涉及这方面的提法很多，如“若是则田野大辟，而农夫劝其事矣”；如“故民力可得而尽也”，等等。

《管子》关于货币有这样一段话：“先王以守财物，以御民事而平天下也。”从货币政策角度来看，还有这样高度的理论概括：“五谷食米，民之司命也；黄金刀币，民之通施也。故善者执其通施以御其司命。”

计划体制下的“货币政策”实践

在高度集中计划体制下，并无货币政策的提法。但既然有货币，也必然有关于货币的政策。其内容在前面的有关章节中已经多次分别论及。这里再作几点必要的概括。

1. 在传统体制下，财政经济工作的总方针是“发展经济，保障供给”。金融工作遵循的最基本的方针也是这八个字。具体到货币工作，则是保证和监督国民经济计划的完成。这里没有单独的经济增长目标，因为经济增长的要求已经体现在国民经济计划之中。所谓保证计划的要求，在当时包含两层意思：一是对完成和超额完成计划所需要的货币资金保证供给；二是保证满足执行计划中对现金的需求。这两者实际上都是满足实现计划目标所提出的对货币的需求。所谓监督计划的执行，则是指通过货币的供给，监督各有关方面严格执行计划。

在 1958 年，国民经济实行“大跃进”期间，支持跃进的保证供给曾造成严重的信用膨胀，使得过多的货币充斥流通。这说明，货币供给的任务绝不是一般地保证任何计划意图，而只应保证按客观允许的速度和客观要求的比例所安排的生产和流通的计划意图。实际上，在此以前已经开始总结，货币供给必须遵循财政、信贷和物资的综合平衡要求。但总的说来，那时只是要求货币的提供应与生产和流通的计划相适应，而没有企图把它作为一种重要的经济手段对再生产给予积极的影响。

2. 在实行高度集中统一的信贷管理体制之下，市场经济中的货币政策工具是不存在的；如果说有，那只有信贷渠道一条。因而，要讲中介指标，那就是按年分季的信贷计划增长额。这实际上是包括现金和存款货币在内的最大口径的货

币供给的增长额。当时惟一的一家银行——中国人民银行，其年度信贷计划由国家批准；在批准的计划范围内，中国人民银行把指标层层分解到基层行，基层行不得突破。这是一种直接的控制，就数额控制来说，极为有效。

3. 由于货币的概念在当时限制在现金流通的范围，因此所谓货币政策，似乎也应限于现金投放和回笼的政策。的确，当时判断货币是否过多的标准，也是现金发行量与有关经济指标之间的比例，如市场现金量与社会商品零售额之比、与商品库存总额之比，以及与农副产品采购总额之比，等等。但在计划控制非常严格的传统体制下，现金发行的数额却从来不是由计划硬性规定的。那时，对现金使用的范围，对机关、团体、企业、事业单位保有现金的数量等均有极其严格的规定，而且实际是得到贯彻的。不过，只要单位存款账户上有钱，而且需用现金的用途符合规定，银行即必须支付现金。所以，就货币政策的角度考察，真正操作的是信贷计划而不是现金计划。至于现金发行的多少毋宁说是一个观测指标，当然这个观测指标很重要。

概括地说，传统体制下的货币政策，其目标是保证国民经济计划的实现；其政策工具是指令性的信贷计划；现金发行则是重要的观测指标。从政策的传导过程看，由于行政命令手段的运用，计划控制既直接又简单。至于其效果，并不像计划理论所论证的那样理想，而是在计划价格保持稳定的形式下，隐蔽着实际的货币供应过多。

改革以来的货币政策实践

改革开放以来，货币政策日渐受到人们的重视。本章第一节提到的有关货币政策目标的讨论，说明了这样的变化。

由于整个经济还处在改革的过程之中，所以货币政策的各个方面都带有计划调节与市场调节的双重特点。当然，总的趋势是计划色彩由浓向淡转化，而市场色彩则日益显现。

货币政策的目标，不论是单一的，还是双重的，要付诸实现，关键在于传导机制中的核心环节。前面提到，在市场经济中，这不外两个方面：一是利率；二是货币供给量。政策意向如果能通过核心环节，调节经济主体的行为并从而最终作用于产出，那么货币政策的存在就是有根据的。

关于利率，前面曾多次提到，在我国，它对微观经济主体行为的调节作用还刚刚开始，作用的力度相当有限。在近年的利率体制改革中，虽然已经建成了全国统一的银行间同业拆借市场，放开了银行间同业拆借市场利率；国债发行也已试行招投标制，实现了国债一级、二级市场上的利率市场化；1997 年 6 月建成

了银行间债券市场，其利率也已实现市场化，等等，但毕竟绝大部分利率及其形成机制，仍然主要通过行政程序加以确定。因而还不具备条件将利率作为货币政策的中介指标并借助它来传导政策的意向。

随着改革的不断深入，特别是建立现代企业制度的全面推进，以及金融市场逐渐向成熟发展，利率的作用无疑会日渐加大，那么在货币政策中，利率的地位也无疑会相应提高。

关于货币供给量，它对我国经济生活的作用却十分直接；它的变动会立即在经济生活中得到反映。因而通过调节货币供给实现政策目标实际上是经常被采用的：或扩大货币供给，启动疲软的经济；或紧缩货币供给，以抑制经济过热。

至于对货币供给量的调节，多年来一直是主要依靠直接手段、即中央银行直接对商业银行贷款规模进行管理；20 世纪末开始向间接调控转化。调节货币供给量的间接工具，前面已经讲述过的存款准备制度，虽然存在多年，但行政控制的色彩过浓，近年已在逐步改进，但不会成为主要的调控工具。公开市场操作，已试行多年。条件逐步培育，将起主要作用。一般说来，利率对货币供给量是有影响的，但上面已指出，其作用的较大发挥还有待时日。但不论如何，控制货币供给量还是现实的手段。

1995 年中国人民银行试行以 *M1*、*M2* 作为货币政策中介指标，1996 年正式列为中介指标。同时，同业拆借利率也被列入中介指标的范围。实践的摸索将会不断积累经验从而提高调控的水平。

“复归”与“启而不动”

货币供给量的变动，对经济生活的影响虽然十分直接、有力，但效应却往往与政策意图不尽相符，甚至相左。

比如，想通过紧缩货币供给以紧缩市场需求并从而恢复供求平衡，但效应却往往也紧缩了市场供给。于是紧缩了的需求与更为缩小的供给相对应，仍然是不平衡。1989—1991 年这一阶段就曾出现这种情况。鉴于 1988 年秋季一度出现抢购商品和挤提储蓄存款的市场震荡和 1989 年市场供给缺口依然很大的局面，1989 年下半年实行了严峻的紧缩政策。前面有关章节曾提到，这次紧缩造成了经济下滑的后果。也正是经济的下滑使市场供给未能保持前几年的增长势头，所以紧缩了的需求对应的依然是小于自己的供给。紧缩前有供给缺口，紧缩后缺口如故，于是有了“复归”的提法。

再如，想通过扩大货币投放以启动经济，但经济并不一定会由冷变热。也是 1989 年，在强力紧缩之后经济急速滑坡。当年秋冬决定扩大货币供给，但经济

不见起色；1990年再次扩大货币供给，依然看不到明显效应。问题是投放的货币并未引出能激发经济活力的投资行为；而由追加投放货币所维系的生产，有相当部分是生产大量滞销产品。这就是说，启动经济的货币投放并未形成有效的市场需求，于是经济呈现了“启而不动”的局面。

这两方面的实践说明一个问题：货币供给量的变动会在经济中产生重大效应，但不能对之理解得过分简单。要使之产生预期效果，必须对经济机制及环境进行具体的分析并采取相应的配套措施。就货币供给机制本身来说，不论是紧缩还是扩张，不发育间接调控机制而单纯靠行政手段调节，是难以适应客观需求的。

“软着陆”与“适度从紧”

1985年是人们开始认识货币供给量在经济生活中有极其重大作用的年份。该年伊始，把当时经济生活中的供需紧张与货币供给过多联系起来，可以说已成共识。于是普遍要求紧缩货币供给以缓和市场供需矛盾。鉴于20世纪80年代初的一次紧缩举措过于鲁莽以至不得不很快停止实施的教训，这次制定了较为温和的紧缩政策以期平稳地实现市场供需的协调。这一方针在当时称之为“软着陆(soft landing)”——这是在国外也存在的一个经济术语。

然而对于紧缩货币供给缺乏必要的配合措施，紧缩力度也不够。实施几年，不见成效。这就产生了“软着陆，不着陆”的说法。而且在1988年秋，市场矛盾以爆发性的形式表现出来。

也正是在这种背景下，出现了1989年的严峻紧缩措施：在全面紧缩财政固定资产投资的同时大力紧缩信贷。但“硬”性着陆的效果同样是经济本身所难以接受的——经济成长的走势大幅度下滑，从而也不是成功的经验。

1991年是转折的一年，经济步入低谷并继而缓慢回升。1992年则又开始了新一轮的经济高速发展，而且势头特别猛烈。于是抑制过热的课题又再次提上日程。

1993年中期，从“加强宏观调控”的口号开始，实施了抑制过热的决策。这次的决策有两个特点：

1. 在我国，经济增温直至过热，一直是由固定资产投资所牵动。因而在这以前的调控均从全面控制固定资产投资入手。但教训是：扭转了“过热”，却陷入了“过冷”。这次过热，也仍然是由固定资产投资所牵动，但投资冲动的焦点在于普遍兴建开发区和房地产热。因而，抑制不是针对全部固定资产投资，而是针对其中的房地产和开发区投资。

2. 过去为了抑制过热，总是全面紧缩信贷，从而使正常的生产和建设也得不到必要的资金保证。此次，分析表明：房地产和开发区投资的财力支持主要是，几乎涉及党政军民学的各种各样的集资渠道；银行给所属金融机构和非金融机构拆借资金的渠道和非银行金融机构超越批准经营项目融资的渠道。从而明确紧缩的重点是大力制止乱集资和乱拆借等。由于并非全面紧缩信贷，正常的生产和建设的资金供给没有受到影响。

正是把握了问题的症结，选准了切入点和着力点，所以，既抑制了过热，有效地降低了通货膨胀率，又使整个国民经济一直保持了高增长的势头。提出了多年的"软着陆"变成了现实。

由于1989年的强紧缩，造成了1990—1991年的经济滑坡，并教育人们懂得了掌握紧缩力度的重要性。这样，在1993年开始的"加强宏观调控"中，对有关货币政策的取向逐渐形成了"适度从紧"的提法。并且这一提法一直延续到1997年第四季度。

适度从紧的概念见诸文献是在《中共中央关于制定国民经济和社会发展"九五"计划和2010年远景目标纲要的建议》之中。文件的提法是：在"九五"期间要以抑制通货膨胀作为宏观调控的首要任务，实行适度从紧的财政政策和货币政策……

经济学中使用"紧缩"与"扩张"概念的前提，是把宏观政策视为短期需求管理政策。而"适度从紧"则显然是对中长期的政策取向而言的。无疑，这一决策指导思想又是导源于通货膨胀的强大压力必将长期存在从而必须长期坚持抑制通货膨胀方针的判断。

半个多世纪的经验积累，人们几乎极少怀疑通货膨胀强大压力必将长期存在的判断会受到挑战。但从1997年、1998年开始的经济发展实际态势来看，通货膨胀的进程已被通货紧缩的进程所打断。从而适度从紧的概括提法也就失去了存在的根据。

"稳健的货币政策"与治理通货紧缩

从1993年中开始的紧缩过程，至迟在1996年中，出现了转折，即货币政策事实上日益明显地采取了扩张的取向。但"适度从紧"的提法还延续了一段。1998年12月中央经济工作会议期间，有了"适当的货币政策"的提法，然后是"稳健的货币政策"，再后是"努力发挥货币政策的作用"、"进一步发挥货币政策的作用"等提法。无论怎样的提法，所表达的货币政策走向，可以说一直是"扩张"，或者说，是要求积极而又审慎的扩张。

自1996年5月至1999年6月，中国人民银行先后宣布7次降息。但货币政策实施的效果却没有人们想像的那样突出。2002年2月21日，中国人民银行再一次宣布降息。经过连续8次降息，以一年期存款利率为例，它已经从1996年开始下调前的10.98%下降到1.98%，下调幅度达80%以上。不仅是利率，在直接用资金支持商业银行扩大信贷方面，中央银行的政策取向同样是很积极的。但显然可见的是，连续数年实施的实质是扩张性的货币政策，在扭转经济疲软的状态中所起的作用并非强而有力。这表明宏观经济理论一再论证的货币政策本身的局限性：对于治理通货紧缩，不能期望它能发挥在治理通货膨胀时所能发挥的同等作用。

第六节　货币政策与财政政策的配合

配合的基础

财政政策（fiscal policy）与货币政策是政府宏观调控的两大政策，都是需求管理的政策。

国家干预经济的宏观调控，其焦点在于推动市场的总供给与总需求回复均衡状态，以实现成长、就业、稳定和国际收支平衡等目标。要使总供给与总需求从失衡回复均衡，或是调节总供给，或是调节总需求，或是调节总供求双方。就短期均衡来说，关键是调节短期内易于调节的总需求，使之与短期内比较难以调节的总供给达到均衡状态。这就是需求管理政策的含义。

由于市场需求的载体是货币，所以调节市场需求也就是调节货币供给。换言之，需求管理政策的运作离不开对货币供给的调节——或是使之增加，或是使之缩减。货币政策是这样，财政政策也是这样。这就是它们两者应该配合，也可能配合的基础。至于它们的区别，就调节货币供给这个角度来说，只是在于：一是通过银行系统，一是通过财政系统；一是运用金融工具，一是运用财税工具；一是由金融传导机制使之生效，一是由财政传导机制使之生效。

配合模式

在20世纪30年代以前，占统治地位的经济理论均不主张政府对经济进行过多的干预。除非战时，各国政府一直遵循平衡收支的财政原则。在货币领域，以曾存在过的金本位为最高境界。30年代的经济大危机和“凯恩斯革命”推出了宏观经济干预政策。由于金融体系扩张乏力，遂把财政政策推崇到反危机政策的

首位。

进入20世纪40年代，长期的萧条局面暂时被战争带来的繁荣所代替。有效需求不足不再是主要矛盾，应付巨额的预算赤字和严重的通货膨胀反而成为迫切的要求。在这一新形势下，凯恩斯主义者进而提出"补偿性财政货币政策（compensatory fiscal and monetary policy）"，即根据经济的冷热，交替实行紧缩和扩张政策。

后凯恩斯学派的代表人物萨缪尔森强调财政政策和货币政策"松紧搭配"的功效。其含义是权衡经济中最需要注意的紧迫问题，并根据财政政策与货币政策各自适用性的特点，或采用松财政政策与紧货币政策的搭配，或采用紧财政政策与松货币政策的搭配。当然，特定的经济形势也会要求"双松"或"双紧"。我国这几年的宏观政策就是双扩张的格局。制止严重的通货膨胀，无论在哪个国家，必然要求双紧。

财政政策与货币政策需要配合，需要搭配实施，是由于它们各有所长又各有所短。

在经济疲软、萧条的形势下，要想通过扩张的宏观经济政策克服需求不足，以促使经济转热，货币政策不如财政政策。第四节已经分析过货币政策在治理通货紧缩方面软弱无力的原因。财政政策则不同。财政扩大投资是私人厂商无须自己冒投资风险却可以获得维持乃至扩大经营的好机会。投资支出以及带动的消费支出，再加上增加财政性社会保障和社会福利支出所直接引出的消费支出，对于扭转经济发展的颓势往往起着关键的作用。

可是，在经济过热的形势下，要想通过紧缩的宏观经济政策抑制需求过旺，以克服通货膨胀和虚假繁荣，财政政策不如货币政策。对于紧缩货币供给以压缩总需求，货币政策所能起的作用在第四节也已讲过。而财政政策、要紧缩，就有颇大的难度。对所有国家来说，财政支出有极强的刚性，不仅难以绝对压缩，甚至压缩增幅也并非易事。税收和支出政策的调整均需通过立法程序，而增税和减少福利支出这类问题，是很难获准通过的。

同时，不管是货币政策还是财政政策，在用其积极有利一面时，总会伴随有不可避免的消极的副作用。相互搭配使用，有可能使副作用有所缓解。

改革开放以来财政政策与货币政策对比格局的变化

自改革开放开始直到1997年，市场一直是处于供不应求的背景之下。从宏观调控角度来说，首先借鉴于西方市场经济国家经验的是对货币政策的运用——用以抑制通货膨胀。那时，有一种颇为流行的观点，认为只要控制住货币，就可

以给建设和改革创造一个比较宽松的经济环境。

在同一阶段，财政的主要任务是力求平衡收支，减小财政赤字。就干预宏观经济的财政政策角度来说，主要是采取控制基本建设投资支出的操作。在通货膨胀较为严重之际，紧缩基本建设投资支出往往是一剂猛药。可是就整个阶段的日常调控来看，财政政策对宏观调控的参与则较为微弱。

1997年中期开始，国内的有效需求不足同始于东南亚的金融危机叠加到了一起，形势急转直下：人们生活在其中多少年的膨胀局面，瞬息之间转化为紧缩。于是有了拉动内需的决策。

为了遏止有效需求不足，学界关于起用财政政策的呼吁大约始于1996年、1997年间。但在全国各界已经形成有效需求不足的共识之初，这种主张并未被采纳——依然轻车熟路单一地运用货币政策。

然而，面对有效需求不足，货币政策的调控作用极为有限。当1998年上半年在实践中再次证明这一规律的背景下，支持财政扩张的主张很快地得到首肯；财政政策在调控宏观经济的决策中首次摆上重要的地位。这表现在1998年8月，国家决定，由财政部增发1 000亿元长期国债，以拉动需求。从此开启了财政政策在宏观调控中占主导地位的阶段。这一阶段与前一阶段的区别不只在于主导的宏观调控政策的易位，还在于两个政策的配合格局也有了明显变化。在前一阶段，货币政策的主导作用过分突出，财政政策的配合限于严峻的紧缩任务之中；在这一阶段，财政政策虽然突出出来，但货币政策并未消极退后。并且，配合的途径和方式不断发展，创造了一些好的经验。

在改革开放之后的近20年的时间里，财政政策与货币政策对比格局的演变，不仅是由于总体经济形势的转折性变化——从膨胀转入紧缩，还有更为深刻的背景，即财政与金融的实力对比在这20年间所发生的巨大变化。

为什么财政政策一直不是宏观干预政策舞台上重要的角色？这与改革开放以来我国的宏观资金分配格局有关。

在计划经济体制下，财政是中心。不仅行政国防、文教卫生靠财政拨款，发展国有经济和支援农业的资金也主要来自国家财政。在经济决策中，财政有事实上的一票否决权。无论是经济增长的速度，基本建设和更新改造的规模，工资水平和价格水平的调整等等，财政的态度对于如何安排均有决定性的分量。

但改革开放不久，财政作为货币和货币资金流转的集权代表，在改革中首当其冲——很多改革措施都伴随有财政分权的要求。财政收入受到极大的影响。如果说，1978年我国预算收入占GDP的31.2%，到了1995年，这个比值竟然下

降到10.5%。与世界其他国家相比，财政的相对实力是最低的。表19—1是一些国家有关这方面的数字。

表19—1　　世界上部分国家财政收入情况（%）

国　家	年　份	岁入占GDP比值的波动区间	岁入加债务收入占GDP比值的波动区间
美国	1982—1991	32.7～34.9	36.3～39.4
英国	1980—1991	41.2～45.3	41.4～48.0
法国	1981—1992	44.0～47.3	47.1～50.9
原联邦德国	1981—1991	43.5～48.2	43.9～51.4
日本	1983—1989		24.4～29.7
印度	1981—1986	17.8～20.5	24.8～31.1
韩国	1981—1992	16.0～18.9	16.3～21.5
泰国	1982—1990	16.0～21.6	16.5～23.0

资料来源：除日本以外，均来自IMF的1991年度和1993年度政府财政统计年鉴。日本的材料来自日本大藏省的统计，是对GNP的比值。各国数字均包括中央财政和地方财政；韩国只包括中央财政。

而另一方面，金融扩张速度突出。1978年国家银行贷款余额与农村信用合作社贷款余额之和是1 895.1亿元（那时只有一家中国人民银行和众多的农村信用社）[①]，到1995年，包括各种存款货币银行和信托投资公司等特定存款机构的国内信贷，其总的余额增长到53 333.8亿元[②]，为1978年的28.1倍，平均每年递增21.7%，同一期间，包括债务收入在内的财政收入，仅增长到6.9倍，平均每年递增12.0%。

世界其他国家却少见这种情况。表19—2表明，这些国家中没有一个国家的信用增长额超过同期财政岁入。

表19—2　　国内信用增长额与财政收入的百分比

		最高值		最低值	
		年　份	比　值	年　份	比　值
美国	与中央岁入比	1971—1975	44.8	1986—1989	19.7
英国	与中央岁入比	1986—1989	64.8	1966—1970	7.8
法国	与中央岁入比	1976—1980	40.4	1962—1965	17.0
原联邦德国	与中央岁入比	1962—1965	53.3	1986—1989	17.6
日本	与总税收岁入比	1988	81.4	1985	63.6

① 引自中国人民银行调查统计司：《中国金融统计（1952—1996）》，北京，中国金融出版社，1998。
② 引自《中国人民银行统计季报》，1998（4）。

续前表

		最高值		最低值	
		年 份	比 值	年 份	比 值
印度	与总岁入比	1984	46.0	1987	35.4

资料来源：据 IMF1991 年《国际金融统计年鉴》和《政府财政统计年鉴》数据整理。日本和印度只有 20 世纪 80 年代数据。

也正是财政与金融的这种特殊的实力对比，支持了 1998 年以前几乎是货币政策独挑大梁的局面。

这个十分特殊又并不理想的格局，在 1996 年出现了拐点，财政收入占 GDP 的比重停止下滑并开始回升。这就为 1998 年财政政策真正成为宏观调整政策的两大支柱之一提供了基础。

第七节　汇率政策

人民币是应贬值还是升值

货币政策是从国内角度讲的有关本币的宏观政策；把本币与外币联系起来讲的宏观政策就是汇率政策。

先从 20 世纪末议论不断的人民币是贬值还是升值的问题入手讨论。

改革开放以来，人民币汇率在较长一段期间是趋于贬值的：人民币兑美元，从 1979 年的 1.50 比 1 到 1986 年的 3.70 比 1，再到 1994 年初国家外汇牌价与调剂市场汇率并轨时的 8.70 比 1。黑市曾有 10 元多人民币兑 1 美元的记录。但汇率并轨以后，出现了人民币汇率稳定升值的趋势。经过两年，到 1996 年底，人民币对美元汇率从 8.70 比 1 升为 8.30 比 1，升幅达 4.6%。

东南亚金融危机引发了全球的竞争性货币贬值。许多新兴市场货币，如泰铢、韩元、马来西亚林吉特、印尼盾、印度卢比、巴西雷亚尔、俄罗斯卢布，等等，对美元的跌幅从 50% 直到 360%；甚至素有“安全港”之称的强势货币新加坡元也贬了约 27%。发达国家货币，如日元、英镑、加拿大元、澳大利亚元以及德国马克等欧洲货币，对美元也纷纷走软，跌幅在 10% ~60% 之间。在这样的背景之下，也强烈地引发了国内外对人民币贬值的预期。

人民币究竟应贬值还是应升值，泛泛而言，贬值的好处，是促进出口，但对引资和外债不利；升值的好处，是维护了中国经济的对外良好形象，促进引资，但对出口不利。面对这样的形势，中国政府选择了人民币不贬值的承诺。冷静的

理论分析也论证了：一是综合权衡经济、政治得失，利于稳定而不利于贬值；二是保持汇率稳定具备经济实力。

实际上，人民币的汇率不仅一直保持了稳定，而且还有所升值。2001 年，人民币对美元汇率平均约为 8.28 比 1。考虑到中美两国的通货膨胀差异，1994—2000 年人民币对美元实际升幅达到 44%。如果再考虑到在人民币对美元升值的同时，美元又对中国其他主要贸易伙伴国和地区的货币升值，则人民币汇率的综合升值水平更高。

人民币汇率稳中有升，首先是进一步提高了人民币在国内外的地位，改善了市场预期，较好地发挥了本国和地区经济稳定锚的作用。其次，是促进了国企改革和国内经济结构调整。1994 年以来，人民币汇率主要由市场供求决定，这使得国内企业逐渐改变了对贬值的依赖思想，而不得不靠改进管理、降低成本、走以质取胜的道路来扩大出口。第三，稳定了金融，吸引了资本流入。

从国际角度对人民币的战略思考

从成功维持人民币不贬值，到人民币稳中有升，进而人民币汇率表现出比较明显的强势特征，激发了人们的无限想像：人民币能不能快一点成为国际货币？中国是否也可以像美国对美元那样，采取强势人民币政策？

美国将强势美元作为"国策"，始于 1993 年。美国坚持强势美元政策，旨在维持华尔街股市繁荣和全球经济领袖地位。强美元预期，吸引外资流入美国资本市场，稳定华尔街股市。美国的储蓄率很低，仅靠本国的储蓄无法满足经济快速发展所需的资金。发达的资本市场是美国经济命脉所在。国际资本的持续流入，既方便了美国企业和政府的低成本筹资，也维持了纽约国际金融中心地位的长盛不衰。20 世纪 80 年代美国政府的扩充军备、90 年代高科技企业的繁荣，都离不开资本市场的鼎力支持。强美元预期，还促使外国投资者对美元的持有，有利于稳定美元的国际货币地位。据统计，在全球流通的美元中，约 70% 在美国之外的国家，数量高达4 000亿。即便按目前的 1.25% 的超低利率计算，也可以每年为美国节省 50 亿美元的利息。美国前财长萨默斯表示："坚挺的美元是符合美国国家利益的。而且这个政策不会为短期考虑所左右。"强美元也有弊端——贸易逆差和出口困难。但实际上，20 世纪 90 年代以来，美国就已逐步放弃了汇率作为促进出口的手段，而是凭借其全球"领袖"的地位，或直接出马，或利用国际组织，采取贸易制裁等手段打压贸易对手。强势美元政策给美国带来的收益远远大于成本。

美国的外部世界也不希望美元贬值。日本经济向来倚重外贸，在经济长期疲

软的背景之下，不断有意诱导日元急剧贬值。欧盟主观上也不希望欧元汇率呈现强势。这就决定了欧洲中央银行对于欧元汇率下浮一直持有一种“善意的忽视”。更普遍的是，美元资产已被各国政府和居民大量持有，大家也都不希望美元贬值。

中国应对人民币作怎样的战略考虑？是否可以模仿强势美元政策？回答应是否定的：

——我国国内的消费能力在较长时间内远远不足以消化国内的生产能力。尤其是在日益向全球制造中心迈进之际，外贸仍是中国经济增长的主要引擎。

——我国金融市场欠发达、金融工具有限、金融管理能力不足，决定了金融市场不能成为中国引资的主渠道，强势货币无用武之地。

——我国的长期就业压力，决定了发展实体经济是最为重要的。金融经济中，优先发展的应是直接服从和服务于实体经济的部分。发展中国的国际金融中心将是一个渐进的过程。稳妥地推进人民币资本项目可兑换也体现了这样的思想。

——我国现阶段的国力无从支持人民币成为国际货币。人民币在周边地区的流通，已经起到了某些国际货币的作用，但这距离世界性的国际货币极其遥远。

中国是强大的经济体，人民币贬值也不可取。看来，维持人民币汇率稳定是妥当的。

但既要保持国内币值的稳定，同时也要保持对外币值的稳定，这是开放经济下的宏观经济政策问题。有关的理论发展，对于讨论人民币的货币政策和汇率政策也极为重要。

米德冲突与“政策搭配理论”

在开放的经济环境中，宏观经济政策不仅要实现内部均衡，即稳定通货，还须实现外部均衡，即保持国际收支平衡；并且伴随着稳定通货和平衡国际收支实现经济的适度增长和充分就业。为实现内外均衡目标，在市场经济条件下，可供选择的政策工具，除了财政政策和货币政策，还有汇率政策。粗略地说，以财政政策、货币政策实现内部均衡，以汇率政策实现外部均衡。

然而，若一国采取固定汇率制度，汇率工具就无法使用。这时，仅剩下财政政策与货币政策。要运用财政政策和货币政策来达到内外部同时均衡，在政策取向上，常常存在冲突。例如，国际收支发生赤字，外部均衡要求实行紧缩性政策；如果这时的国内经济处于疲软、萧条状态，从国内角度则需要实行扩张性政策。在这样的形势下，财政政策和货币政策要紧缩，则难以同时扩张；要扩张也

难以同时实现紧缩。两方面的要求确实无法同时实现。同样，当一国国际收支盈余与通货膨胀同时存在时，财政货币政策也会左右为难。对于这一矛盾，经济学上称之为米德冲突（Meade's conflict）。

米德冲突论在20世纪50年代广为接受。60年代，蒙代尔打破了这种看法，指出只要适当地搭配使用财政政策和货币政策，就可以同时实现内外部均衡。蒙代尔认为，财政政策与货币政策对国际收支与名义收入有着相对不同的影响。因此，在固定汇率制度下，一国也存在两种独立的政策工具来实现内外两方面的经济目标。比如，紧缩性财政政策趋于降低利率，而紧缩性货币政策则会提高利率。在其他条件不变的情况下，本国利率提高会改善资本账户收支，而本国利率下降则会恶化资本账户收支。由此可见，财政政策与货币政策的取向如果都是紧缩，对国际收支也会分别有不同的作用。所以，只要对财政政策与货币政策合理搭配使用，就有可能同时实现内外均衡。

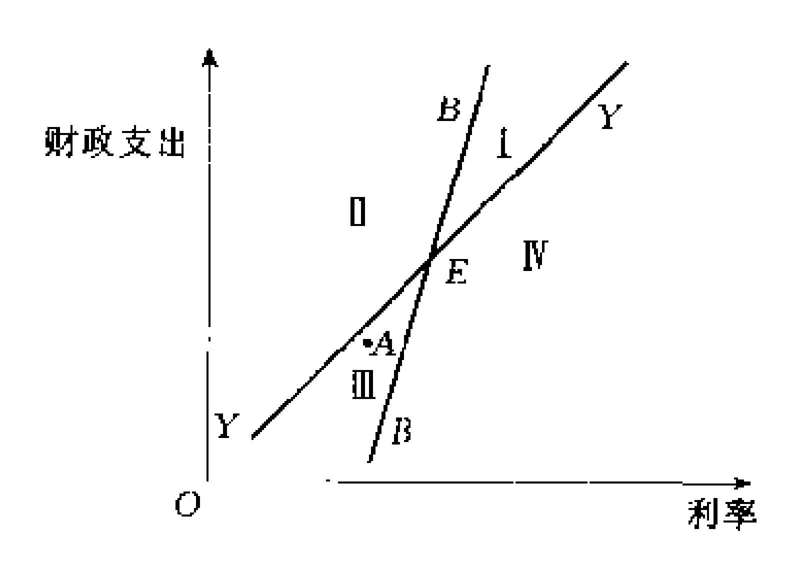
图19—2说明了政策搭配原理。图中横轴表示利率水平，代表货币政策；纵轴表示政府支出水平，代表财政政策。

*BB*线为外部均衡线，该线上任意一点都代表由一定的利率水平与财政支出的组合而达成的国际收支均衡状态。*BB*线向右上方倾斜，即斜率为正。这是因为，当利率提高时，会导致外部资本流入，且紧缩国内需求促使进口减少——两者都会导致国际收支盈余。这时，必须增加财政支出，扩张国内需求促使进口增加，方能对国际收支盈余产生反向作用，导致国际收支均衡。*BB*线左上方的任一点，表示财政支出过度，超过了均衡的财政支出水平，导致进口增加的程度太大，高出了利率提高所带来的进口减少程度，从而发生国际收支赤字。同理，*BB*线右下方的任一点，表示发生了国际收支盈余。

*YY*线为内部均衡线，线上任意一点都代表使国内均衡得以实现的利率水平与财政支出的组合。*YY*线也是正斜率。这是因为，利率提高时，国内需求紧缩，促使就业和物价水平下降，国内总需求低于总供给。这时，必须增加财政支出，扩张国内需求，方能对国内的总供求失衡产生反向作用，导致国内总供求均衡。*YY*线左上方的任一点，表示财政支出过度，超过了均衡的财政支出水平，导致国内总需求扩张的程度太大，高出了利率提高所带来的总需求减少程度，从而发生供不应求，出现通货膨胀。同理，*YY*线右下方的任一点，表示国内需求不足，存在失业。

*BB*线较为陡峭，这是由国际资本的流动造成的。利率提高，不仅紧缩国内需求促使进口减少，还带来外部资本流入，这样从经常项目和资本项目两个方面促使国际收支盈余。而财政支出增加，仅仅是扩张国内需求促使进口增加，也即

只从经常项目一个方面对国际收支盈余产生反向作用。要达到均衡，这个反向作用必须足够大。也即财政支出的力度要足够大。这样，利率小变动一下，财政支出就会大变动一下。而利率和财政支出变动对国内总供求的影响，由于不涉及国际资本流动，故而 YY 线较为平坦。由于两条线一个较陡峭，一个较平坦，必然会存在一个交叉点。这个交叉点 E 就是内外部同时实现均衡的均衡点。



Ⅰ：国际收支盈余、通货膨胀　　Ⅲ：国际收支赤字、失业
Ⅱ：国际收支赤字、通货膨胀　　Ⅳ：国际收支盈余、失业

图 19—2　财政政策与货币政策的政策搭配

现假定一国经济处于 A 点，即处于失业与国际收支赤字并存的失衡状态——内外部都不均衡。有一种政策搭配方案，可以将经济调整到内外部均衡状态。即以货币政策来解决国际收支赤字问题，以财政政策来解决失业问题。从 A 点开始，先实行紧缩性货币政策，提高利率，使之逼近 BB 线，国际收支平衡；接着，实行扩张性财政政策，增加财政支出，使之逼近 YY 线，缓解国内失业。如此交替使用紧缩性货币政策和扩张性财政政策，就可以一步一步地向内外全面均衡状态逼近，并最终达到全面均衡点 E。由此，蒙代尔得出了他的政策“分派原则”：在固定汇率制下，只有把内部均衡目标分派给财政政策，外部均衡目标分派给货币政策，方能达到经济的全面均衡。这即是蒙代尔的“政策搭配理论”（见表 19—3）。

依据这样的思路，有一个最佳政策配合的设计：

表 19—3　　不同失衡状态下的最佳政策配合

经济失衡状态	通货膨胀 国际收支盈余	失业 国际收支盈余	通货膨胀 国际收支赤字	失业 国际收支赤字
最佳政策配合	紧缩性财政政策 扩张性货币政策	扩张性财政政策 扩张性货币政策	紧缩性财政政策 紧缩性货币政策	扩张性财政政策 紧缩性货币政策

和所有的理论模型一样，面对实际经济生活，“政策搭配理论”用于实践会受到很多制约。但是它大大开阔了政策制定者的思路，有助于不断提高宏观决策水平。

克鲁格曼三角形

保罗·克鲁格曼认为，一个国家的金融政策有三个基本目标，即（1）本国货币政策的独立性、（2）汇率的稳定性和（3）资本自由流动；而这三个目标是不可能同时实现的。他用一个三角形来表示其中的关系（见图19—3）：

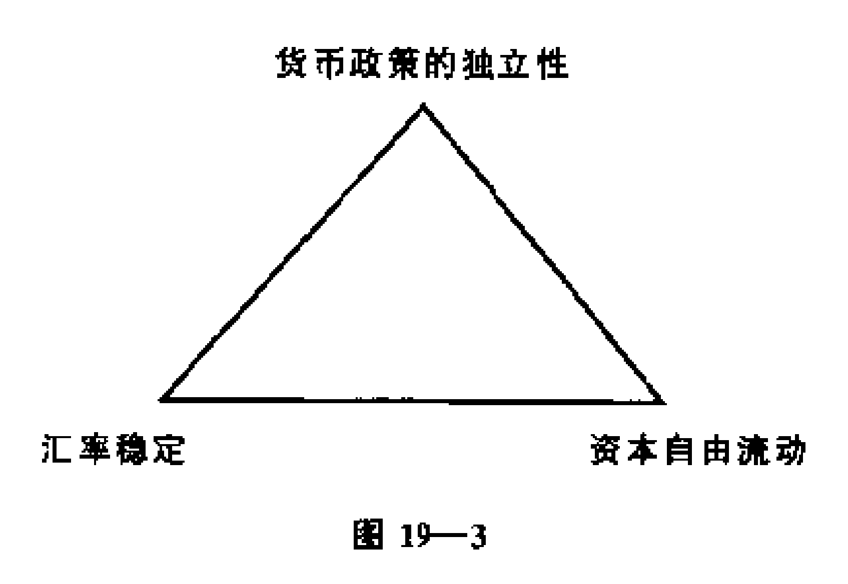


图 19—3

三角形的三个角代表金融政策的三个基本目标。如果某一金融政策选定了某一条边，则意味着它也选定了该边两端的政策目标；而与该边相对的角所表示的政策目标则无法实现。这一表述，称之为克鲁格曼的三角形或“三元冲突”。

例如，位于左侧的边表示某一金融政策选择了国内货币政策的独立性和汇率的稳定性（即实行固定汇率制），但它必须放弃资本在国际间的自由流动（即必须实行外汇管制）。这正是西方国家1971年以前在布雷顿森林体系下的选择。位于右侧的边表示某一金融政策选择了国内货币政策的独立性和资本在国际间的自由流动（即废除外汇管制），但它必须放弃汇率的稳定性（即实行浮动汇率制）。这是主要西方发达国家1971年以后的政策选择。三角形的底边则表示某一金融政策选择了汇率的稳定性（即实行固定汇率制）和资本在国际间的自由流动（即废除外汇管制），从而它必须放弃国内货币政策的独立性，这是世界各国在金本位制度下的选择以及欧元区各成员国现时的选择。实行联系汇率制度的中国香港也是如此。

对于发展中国家来说，理想的选择当然是保住货币政策独立性和汇率稳定，而放弃资本自由流动，也即实行外汇管制。然而，外汇管制存在种种弊端。或者由于经济发展的内在需要，如对外开放、或者由于外力——特别是WTO、IMF

和发达国家——的推动，往往不得不解除外汇管制。这时，就只好要么放弃汇率稳定，实行浮动汇率制；要么放弃货币政策独立，实行货币局制度、货币联盟制度、甚至连自己国家的货币也不要了，如厄瓜多尔等国的美元化。

克鲁格曼三角形对于发展中国家还有一层特别的含义。即经济改革跨出了第一步，往往就进入不由自主的境地。常见的情况是，发展中国家都渴望货币政策独立和汇率稳定，因而要实行外汇管制。实际上，通过一点一点地被突破，外汇管制的防线往往会在非常事件，如金融危机的冲击下溃于一旦。

我国的内外均衡冲突与政策选择问题

1978年以前，我国的经济处于封闭状态，基本上不存在外部均衡问题；80年代以后，随着经济开放度的日益扩大，外部均衡问题也随之产生。然而在1996年以前，由于人民币是不可兑换货币，严格的外汇管制隔绝了外部经济与内部经济的联系，单由外汇管制即可实现外部均衡。所以内外部均衡的冲突并不明显。

1996年11月27日实现了人民币经常项目下的可兑换之后，接下来就是资本项目可兑换。

人民币资本项目可兑换有不少好处，如降低交易成本，推动外汇市场和资本市场的完善和深化，便利国企重组及其跨境资本运营，以及提高金融调控和监管的自主性等。但也是有风险的，最主要的是人民币汇率风险和资本外逃风险加大。

由于经济的全球化，特别是加入WTO，对于我国推进资本项目可兑换的压力，由于以下种种原因不断加大：

1. WTO以及相关国际组织的推动

WTO并不直接对外汇制度做出安排，但它将外汇管制视为非关税壁垒之一。目前，WTO规则正日益向推动资本流动自由化方向发展。[①]

90年代中期以后，IMF开始改变其立场，转而积极推动资本账户的自由化。1995年10月，IMF的一份正式研究报告指出："由于工业化国家早已完成了经常账户的可兑换，而且多数发展中国家也已接受了《IMF组织协定》第八条款的内容，因此，IMF今后将把各国的资本账户作为其主要的监管对象。"在1997年的世界银行和IMF第50届年会上，IMF正式向与会各国提出了修改基金组织

---

① WTO有一种倾向，即认为所有关于资本项目可兑换的讨论都与WTO有关；任何关于资本项目可兑换政策的调整都必然对乌拉圭回合各项规则的实施产生影响。

章程的设想，其主旨就是将资本账户自由化列入修改后的章程。

在《中国入世工作组报告》“外汇和国际收支”部分，针对工作组的一些成员国担心中国会使用外汇管制来管理商业和服务贸易的水平和构成，中国代表承诺，中国将根据“WTO协定”的规定以及WTO中与IMF相关的宣言和决定，尽中国在外汇方面的义务。根据这些义务，除非IMF另有规定，中国将不采取任何法规或措施达到限制任何个人或企业得到进行经常项目下国际交易所需外汇的目的。

2. 开放型经济大发展的内在需要

一是外商直接投资对中国经济的全面渗透，以及跨国公司需要扩展一系列金融交易，将对中国现有的汇率与资本管制提出严峻的挑战。二是中国对外贸易呈现从传统进出口方式向以投资带动和以承包工程带动方式的转变趋势，国际资本流动会不断增加，微观层面的企业对投资自由化及资本流动自由化的呼声也会越来越高。

3. 管制的有效性越来越受到挑战

经常项目可兑换后，为实施资本项目管制，必须对经常项目和资本项目进行区分。然而，国际收支的大部分交易同时具备经常项目和资本项目交易的特性，难以进行有效区分。部分资本项目资金于是混入经常项目逃避管制。而且，我国部分资本项目实际已经放开，由于资本本身具有可替代性，对一种工具进行控制而对另一工具不进行控制就会导致监管的漏洞。

值得关注的是，外资银行全方位进入中国市场以后，可以有多种途径绕开资本项目管制，致使管制措施失效。

4. 难以承受的管制成本

与管制的复杂性相对应，资本项目管制成本也急剧攀升。

尽管我国目前还没有一个资本账户开放的明确时间表，但迟早必将开放。这就产生了一个问题：一旦人民币的可兑换扩及资本项目，资本可以自由流动之后，按照“三元冲突”，在汇率稳定和货币政策独立性这两者中间，不得不放弃哪一个？

中国是社会制度有别于西方的发展中大国，货币政策的独立性必须坚守。这样，宏观政策的另一个目标——汇率稳定——将不得不放弃。也就是说，将要从名义上是管理浮动汇率而实际是钉住的汇率制转而实行真正意义上的管理浮动汇率制度。当然，“三元冲突”也不会是绝对真理。生机无限的经济生活不仅依然等待人们继续加深对它的认识，而且还必然会孵育出新的解决自身矛盾的机制。

超稳定的汇率政策蕴藏着风险；一旦放开，很可能引起市场剧烈波动。这就

需要做好长远的过渡安排。但最根本的准备是增强国力；只有强大的国力，才是应对各式各样冲击的可靠后盾。

第八节 开放条件下货币政策的国际传导和政策协调

在上面的分析中，是假定一国能够在既定的环境下，根据国内需要进行政策搭配，以实现预期目标。但是，在开放经济情况下，一国的国内经济政策会对其他国家产生影响；其他国家则会做出相应反应；这种反应又反过来影响本国经济。这种相互影响在一定程度上制约着一国经济政策目标的实现，因此进行国际政策协调非常必要。

开放条件下货币政策的国际传导

两国情况下的蒙代尔-弗莱明模型，是用来分析国际传导的基本框架。(1)在开放条件下，当一国国民收入增加时，它通过边际进口倾向，带来本国进口的上升，相应地则有其他国家出口的增加。因此外国经常账户是本国国民收入的增函数。换一个角度说，各国的经常账户的状况，均不能忽略外国国民收入这一变量。(2)在资金完全流动、不存在汇率变动预期的条件下，两国的利率水平分别取决于本国的货币均衡状态；但不同的利率水平会引起套利行为并使不同的利率水平趋于同一的、非套利的稳定状态。这就是说，各国都可以通过国内的经济政策影响这一共同利率；换言之，在两国模型中的“世界”利率水平是由两国共同确定的。因此，当一国经济面临突然冲击时，这一冲击在开放经济之间可以通过收入机制、利率机制进行传导。

由于汇率机制有固定汇率和浮动汇率之别，所以对货币政策效应的国际传导分析是分别不同汇率机制进行的。

在固定汇率机制下，本国国内初始的货币扩张会导致本国利率下降并刺激本国产出增加，经济增长。本国产出的增加通过边际进口倾向的作用引起本国进口的上升，也就是外国出口的上升——外国产出增加。同时，由于本国货币扩张，利率水平下降，造成资本流出，从而增加了外国的货币供给；外国货币供给的增加，也导致利率的下降。最终的均衡点是：世界利率水平下降，本国和外国的产出同时增加。

通过以上分析，固定汇率制下货币政策的扩张效应可归结为：当扩张的货币政策通过利率的下降造成本国产出上升的同时，也会促成外国产出的上升。也就

是国内的扩张货币政策，通过收入机制与利率机制，对外国经济有正的溢出效应。

在浮动汇率机制之下，一国的国内货币政策是对汇率和贸易条件起作用；至于国际收支失衡不再影响国内的货币供给，而是通过汇率的变动得到修正。这就使货币政策在国际间传导的效应与固定汇率条件下不同。

在浮动汇率机制之下。货币扩张的效应也会表现为两方面的影响：一方面，国内产出的增加和世界市场利率水平的下降。但是，却不会导致外国的产出同时增长。这是因为，当本国发生资本流出，出现国际收支赤字，和外国发生资本流入，形成国际收支盈余之际，汇率立即变化：本国的货币贬值，外国的货币升值。本国的货币贬值，本国的出口增加；外国的货币升值，外国的净出口下降。出口下降，产出下降，收入下降。调整的最终结果是，本国扩张性货币政策对外国经济增长产生负的溢出效应。

通过以上分析，浮动汇率制下货币政策的扩张效应可归结为：在造成本国产出的上升的同时，却使得外国的产出下降。因此，这时的本国货币扩张是一种典型的“以邻为壑”政策：本国产出的扩张，部分是靠外国产出的相对下降实现的。

这样的分析，与复杂的现实生活比较，可能显得太简单了。但是所论证的各国经济存在的相互依存性这个基本命题却至关重要。在开放条件下，由于货币政策溢出效应的存在，必然导引出货币政策国际协调的理论和实践。

政策协调的含义

国际间政策协调（international policy coordination）的含义有广义解释与狭义解释。狭义上讲，国际间政策协调是指各国在制定国内政策的过程中，通过各国间的磋商等方式，对某些宏观政策进行共同设置。广义上讲，凡是在国际范围内能够对各国国内宏观政策产生一定程度制约的行为都可视为国际间政策协调。国际上普遍接受的国际间经济政策协调的概念是：各国在考虑了国际间的经济联系后，调整各自的经济政策以达到多边互惠的目标，并实现全球利益最大化的协调过程。

国际经济政策协调的理论

国际经济政策协调理论，早期有库珀（Cooper）对溢出效应的论述以及哈马达（Hamada）的图形分析，随后有高什（Atish R. Ghosh）和马森（Paul R. Masson）的不确定性模型分析，以及许多尚未形成系统的理论。其间经历了对

国际货币政策协调的肯定、质疑、再肯定、再质疑的反复过程。总体来看有两大分支：一支是建立在对策论方法基础上，考察国际货币政策协调的福利状况的理论模型，对各国合作均衡的福利水平与非合作均衡的福利水平进行比较；另一支是通过建立各种多国模型，利用实际数据来检验国际经济政策协调收益的大小。另外，还有一些经济学家在肯定国际货币政策协调的积极作用的基础上，研究政策协调的具体可行方案。

研究国际经济政策协调理论的发展是本教程难以胜任的。这里，只是对库珀的政策溢出效应理论进行简单介绍。

库珀曾经在 20 世纪 80 年代中期，依据溢出效应（spillover effect）的客观存在，论述了在现代国际经济环境下，各国分别独立地制定、推行宏观政策必然导致的一些矛盾。主要有以下几点：

（1）各国政府都不愿意单方面采取扩张的货币政策，使利率下降，造成资本流出，加大国际收支逆差，而是采取单方面紧缩的政策。结果造成世界经济的紧缩态势。

（2）在倾向于通过紧缩的货币政策实现经济的对外均衡之际，各国政府都采取扩张的财政政策实现经济的内部均衡。结果造成世界范围内实际利率过高，以及货币政策和财政政策的不合理搭配。

（3）各国政府一般认为商品价格由世界市场决定，而忽视各自的扩张政策对商品价格的影响。但是这些政策将通过影响商品的贸易条件而使总需求扩张，引发世界范围的通货膨胀。

（4）各国政府为实现本国既定的经常项目目标，采取非协调的经济政策会对世界经济起破坏作用。

库珀认为，在存在政策溢出效应的情况下，政策协调能极大提高各国的福利。他主要是从如下两个角度进行论述：

一是从“价格”角度论证。在实际经济运行当中，大国行为对世界市场上的各种价格都有不同程度的影响，这其中也包括了对实际汇率的影响。利用自己对各种价格的影响，大国将使价格向有利于自己的方向发展，而不考虑其他国家的利益。有两个例子。一个是有关通货膨胀的。在浮动汇率制度下，根据蒙代尔的政策组合理论，一国应该实行紧货币松财政的政策组合以实现经济的内外均衡。这就要求该国货币的升值幅度与国内通货膨胀的压力相配合。然而，其他国家的政府和私人部门却无法把握货币贬值的结果，不能对货币贬值幅度进行合理预期，也就难以选择适当的经济决策。一个是关于实际产出与就业的。当资本具有高度流动性而名义工资变动表现为黏性的时候，一国扩张性的货币政策能够增加

国内产出与就业，同时实际汇率降低，本国货币贬值。其他国家的实际汇率则相应上升，货币升值，造成紧缩的压力，对产出与就业产生不良影响。国际间经济政策协调的目的就在于防止或是尽量地减少这种"以邻为壑"情形的发生。

二是从公共产品的角度论证。当世界上存在 N 个国家 N 种货币的时候，最多只能有 $N-1$ 个国家能够自主地实现国际收支的目标。形象地说，不可能所有国家都实现国际收支的顺差；至少有一个国家必须接受收支逆差的事实。在自由竞争的世界经济中，每一个国家都会自主地制定政策目标，但是至少有一个国家不能实现预期目标。在这种情况下，该国将不断地调整经济政策以实现预期目标，其结果将是政策失去连贯性，并导致实际利率与汇率的不断变动。

针对自由竞争在世界范围内并不是最为完美的这种情况，库珀认为可以把实际汇率以及国际金融市场的稳定作为一种公共产品——可以对全球福利的提高有巨大贡献的公共产品。为了提供这种公共产品，各国必须进行国际经济政策的协调。

经济学家承认，库珀所阐述的政策溢出效应是实际存在的。但是对于国际政策协调究竟能在多大程度上提高福利水平，政策协调在实践中是否可行以及协调的效果却存在不同的看法。就在库珀进行政策溢出效应分析的同时，哈马达利用对策论的分析方法进行了国与国之间合作均衡以及非合作均衡的福利比较。

不同的协调理论观点

然而对于政策协调是否有益并不存在一致的看法。一些经济学家对国际政策协调持强烈的怀疑态度。比如在 20 世纪 80 年代初，马克思·高登（Marx Gordon）就认为：国际货币体系的无体系，赋予各经济主体充分的自主权，是完美的。他主张，在该体系下各经济主体（包括政府）应该自由地选择财政、货币政策以及汇率安排，自由决定是否进入国际资本市场，而不必过多地顾及别人。罗兰德·渥贝（Roland Vaubel）则更直接地提出，各国政府应在提供有利的经济环境方面相互竞争。彼此间的竞争可以改善投资环境，促进经济的发展；而协调意味着削弱政府间的竞争、可能加大错误政策的实施范围。

当每一个经济体规模都非常小的时候，每个国家的政策调整以及在国际资本市场上的操作，对其他国家来说影响十分有限。在这种条件下的"分权化"政策也许是最优的选择。然而当大国越来越多、各国经济逐步走向开放时，每一个国家的政策都会影响到其他国家及国家之间经济结构。这时，完全否定国际政策协调的必要则显然与生活实际脱节。

但是，不同的观点也不应完全置于视野之外。假如世界只有几个大国，进行政策协调，互利、互惠，似无可置疑，而当几个大国和众多中小国家并存之际，

由于国家或经济实体的利益、实力、当前追求的目标等等差异极大，国际政策协调对参与者所可能带来的效益绝不是等一的。因而不能简单认为，国际经济政策协调范围越大、深度越彻底越好。换言之，在肯定国际经济政策协调必要的同时，还应该对当前效应和长远效应作全面的分析。

政策协调的层次

依据进行政策协调的程度，国际间政策协调可由低到高分为六个层次。

第一，信息交换（information exchange）。信息交换是指各国政府相互交流本国为实现经济内外均衡而采取的政策目标范围、政策侧重点、政策工具种类、政策搭配原则等信息。当各国的决策仍然是在独立、分散基础上进行的条件下，通过信息交换，可以避免对其他国家政策的错误估计，更好地了解本国经济与外国经济之间的相互影响。简单的信息交换是一种最低层次的国际间政策协调形式。

第二，危机管理（crisis management）。危机管理是指针对世界经济中出现的突发性的、后果特别严重的事件，各国进行共同的政策调整，以缓解、渡过危机的协调行为。这种协调形式是临时性的措施。主要目的在于防止各国分别采取维护自身利益的政策有可能使危机更加严重或加速危机的蔓延。

第三，避免共享目标变量的冲突（avoiding conflicts over shared targets）。当两国面对同一的政策目标，如两国货币的比值，这个比值就是共享目标变量。如果对共同的目标设立了不同的目标值，就会产生直接的冲突。两国相应经济政策就会成为具有竞争性的“以邻为壑”的政策。国家间的竞争性贬值是共享目标冲突的最典型的表现。

第四，合作确定中介目标（cooperation intermediate targeting）。一国国内经济变量的变动，会通过国家间的经济联系而形成对其他国家的溢出效应，因此各国有必要对这些中介目标进行合作协调，避免对外产生不良的影响。这一中介目标既有可能是共享目标变量，也有可能是其他变量，例如固定汇率制下本国的货币供给量。

第五，部分协调（partial coordination）。部分协调是指不同国家就国内经济的某一部分目标或工具进行协调。例如，仅对各国的国际收支状况进行协调，而其他国内经济变量不纳入协调范围。再例如，仅对各国的货币政策进行协调，而听任各国根据具体情况独立使用财政政策。

第六，全面协调（full coordination）。全面协调是指将不同国家的所有主要政策目标、政策工具都纳入协调范围，从而最大限度地获取政策协调的收益。

以规则为基础的协调和相机抉择的协调

国际间进行政策协调的基本形式主要有两种，即以规则为基础的协调（rule-based coordination）和相机抉择性协调（discretion-based coordination）。以规则为基础的协调是通过制定出明确的规则，来指导各国采取政策措施进行协调的方式。例如各种国际金融制度——金本位、布雷顿森林体系和欧洲货币体系等，属以规则为基础的协调。相机抉择的协调方式是指，在不存在规定各国行为的规则时，根据具体的经济形势，针对某一特定情况，通过协商，确定各国所应采取的政策组合的协调方式，具体表现为一系列的峰会和协定，如波恩会议、广场协议以及卢浮宫协定等。

以规则为基础的政策协调，决策过程清晰，可信性高，可以在较长时间内稳定运作。而且，国际协定规则作为外部约束，一方面可以防止各国政府在影响宏观经济政策方面的任意转换，保证政策的可信性；另一方面，可以使各国政府以国际协议为由来执行国内经济政策，减小政策阻力。以规则为基础的协调也有自身的缺点。由于要保证规则的公正，要求规则对协定各方施加的义务完全对称。但事实上规则不可能照顾到所有协定国的利益。

相机抉择协调的优点在于可以针对不同经济条件，就更为广泛的问题进行协调，但可行性与可信性却遭到质疑。从可行性来看，每次政策协调行动都意味着各国政府的讨价还价，这势必使协调成本大大增加；也很难对各国政府实行有效的约束——很容易产生竞相违约和免费搭车行为。从可信性来看，在这种协调方式下，协调措施由各国协商确定，缺乏一致的规则。由于有较大的不确定性，难以通过影响公众的预期来发挥政策效力。但无论如何，复杂多变的国际经济联系所提出的种种国际协调要求，在难以采用理想的规则方式时，相机抉择的协调也是现实的最优选择。

国际货币政策协调的障碍

在政策协调实践中存在种种障碍。这主要有：

——各国政府对本国经济内在机制的看法与对其他国家经济内在机制的看法往往不一致。这样，各国在政策变动对政策目标的作用问题上就会有不同的见解。进行政策协调并非易事。

——如果各个国家政策目标存在冲突，它们就可能隐藏各自的真实目标；或者，各国公开自己的真实目标后拒绝进行政策协调。

——理论研究得出的成本低效益大的最优政策安排往往是复杂的，但实践中可行的是形式相对简单的政策。简单政策的实施会要求较大的成本，这就会导致

从政策协调中可能实现的收益小于理论的预期，协调的吸引力降低。

——如果参与政策协调的某一或某些政府进行私自的政策安排，其他国家就会考虑相应对策，结果则是政策协调流于形式，失去实际意义。

浮动汇率下国际政策协调实践

国际货币政策协调开始于20世纪50年代，但在当时的固定汇率制度下，大多数国家优先考虑内部均衡，除非在外部失衡情形非常严重时才会考虑外部平衡。直到1973年国际上实行浮动汇率制后，面对浮动汇率制中出现的种种问题，政策协调开始得到各国的重视，并逐渐成为金融学的一个重要组成部分。

简单来说，浮动汇率制下国际政策协调实践可以划分为三个阶段。

第一阶段，1974—1979年。这一时期，各主要工业国面临布雷顿森林体系下的高通货膨胀和两次石油危机带来的经济衰退。当时各国政策制定者均按照凯恩斯经济理论要求实行需求管理，以维持实际经济变量和通货膨胀率的稳定。在这一时期，每年都举行经济首脑会议进行政策商讨。这就使更为灵活的、相机抉择的政策协调形式取代了布雷顿森林体系下以规则为基础的政策协调形式。1978年的波恩首脑会议就是一个典型的例子。

1973年第一次石油危机后，各国政府纷纷减税以维持总需求水平。由于工资黏性，通货膨胀率和失业率仍然居高不下，并且出现了经常账户的严重失衡。为了克服这种情形，经过几年的争论终于在1978年波恩首脑会议上达成协定：日本和前联邦德国采取扩张性财政政策，美国采取削减石油进口的计划以抑制石油价格上涨，同时美国同意采取反通货膨胀措施。但该协定并未涉及货币政策的具体操作。由于波恩会议的决定对各国政策制定者（尤其是美国和前联邦德国）提出了具体的要求，因此在政策协调史上具有重要意义。但现实的经济运行却并未实现协定的预期目标。

第二阶段，1980—1985年。这一时期，各国经济都出现了持续的高通货膨胀，如何有效地抑制通货膨胀成为各国政策制定者的首要任务。由于当时货币主义理论占优，各主要工业国政府都以该理论为指导，为了抑制本国的通货膨胀，都采取了紧缩性货币政策，结果导致国内利率急剧上升，经济严重衰退。而工业国经济的衰退又进一步导致了世界经济的衰退。可以认为，这一时期国与国之间基本上不存在财政、货币政策的合作行为。

第三阶段，1985年以后。主要工业国的国际收支都出现了巨大不平衡：美国出现了巨额贸易赤字，而原联邦德国和日本则出现了巨额贸易盈余。而且在美国和其他国家的利差不断缩小的同时美元却不断升值，这说明美元的升值实际上

是一种投机泡沫。考虑到美元汇率不会持久维持，各国政策制定者同意进行政策合作，以逐步降低美元币值，避免美元汇率的硬着陆和引致金融危机、经济衰退。政策合作采取的主要方式，仍然是1974—1979年那种通过经济首脑会议相机协商的相机决策形式。

1985年9月，五国（美、英、法、德、日）财长达成协议，采取联合干预措施使各国货币有规律地对美元升值。到1986年1月，美元价值下降了20%左右。1987年在巴黎再次召开了七国首脑会议，根据当时汇率不稳定和美元汇率波动幅度过大等问题讨论了国际货币合作问题，提出共同干预货币市场的建议。

通过货币、金融领域的合作，各国意识到宏观经济政策合作对促进经济增长、克服世界经济失衡的重要性。1985年的五国财长会议就认识到，要达到某一政策目标，不仅需要本国国内政策的搭配，更须有其他国家相应的政策支持。1986年东京首脑会议商定，七国集团财长每年至少会晤一次考察各国经济政策目标的相容性。他们还将监督包括经济增长、通货膨胀、贸易和经常账户差额、汇率、货币供应增长率、政府预算在内的经济指标，作为各国制定政策目标的基础。1987年的卢浮宫协定，描绘了以汇率目标区为基础的汇率合作雏形，制定了一些有关货币、财政政策的目标：美国削减政府赤字，原联邦德国减税，日本通过货币扩张来降低利率并扩大政府预算支出等。这被称之为进入卢浮宫协议时代。卢浮宫协定之后宏观经济政策合作的进程表明：政策合作一直向着协定所建议的方向迈进，但合作仍然是松散的。

就在各国政府进行货币政策合作探索的同时，许多经济学家也对该问题展开了进一步的研究，提出了许多政策合作的方案。这些方案对实践起到了一定的指导作用，在这里我们主要介绍比较有影响的麦金农方案和汇率目标区方案。

一、恢复固定汇率制的麦金农方案

国际货币制度在20世纪70年代初由固定汇率制转向浮动汇率制后，许多经济学家提出了各种在恢复固定汇率制基础上的协调方案。美国经济学家麦金农的设想就是最重要的方案之一。

麦金农方案最早提出于1974年，后又经过多次修正。该方案认为，恢复固定汇率制度的主要理由在于以浮动汇率制为特征的国际货币制度缺乏效率。麦金农主要从以下两个角度分析浮动汇率制的不足。从国际角度看，汇率的波动只是增加了外部环境的不确定性，并不能自动实现调节经常账户的目的。麦金农认为经常账户反映的是各国投资与储蓄的差额，至于汇率的变动可以实现经常账户平衡的观念是错误的：本币贬值所带来的经常账户的改善将立即被国内吸收。从国

内角度来看，汇率的频繁波动必然引发货币替代及各国资产之间的转换。这就使得各国的货币需求难以确定，各国原有的货币政策难以实现既定的政策目标，更难通过本国政策搭配实现经济的内外均衡。基于上述分析，麦金农得出了浮动汇率制不利于实现内外均衡的国内政策搭配与国际间政策协调的结论，提出应在恢复固定汇率制的基础上进行国际间政策协调。麦金农方案对国际政策协调的设计包括如下内容：

第一，各国应依据购买力平价确定彼此之间的汇率水平，实行固定汇率制。麦金农认为购买力平价是良好的均衡汇率的确定标准，可以在较长时期内维持一国国际竞争力的稳定。购买力平价的计算应该采用可贸易品的批发物价指数。在固定汇率制的实施方法上，麦金农指出可以先在美国、德国、日本这三个主要工业国之间实行，通过逐步缩小汇率波动区间的方法最终过渡到固定汇率制。

第二，固定汇率制度的维持应通过协调各国货币供给来实现。全球货币供给数量的确定依据应该是：在考虑经济增长的基础上，维持全球物价水平的稳定。全球货币供给量应遵循如下原则在各国间分配：在考虑各国经济情况的差异（例如经济增长情况、不可贸易商品部门发展情况、货币流通速度等因素）后，能使各国可贸易品的相对比价维持稳定，从而使名义汇率保持稳定。麦金农认为引起汇率波动的因素主要是货币替代以及各国间金融资产的替代。因此在发生这一类的冲击时各国应采取对称的干预措施。这样，通过货币供给的国际协调，就能实现全球的物价和汇率稳定，实现各国经济的内外均衡。

麦金农方案的最典型特征是恢复固定汇率制，该方案提出从全球角度来讨论物价稳定问题，对于各国实现内外均衡目标非常有启迪意义。但是，麦金农方案也因其具有较多的货币主义特征而受到了很多批评：

第一，该方案在提出实现汇率稳定的同时，牺牲了汇率的灵活性。许多研究者指出，麦金农对汇率与经常账户之间的关系的认识是不全面的，在相当多情况下利用汇率的调整来实现外部均衡非常必要，并且调整成本较低。

第二，该方案简单地以购买力平价作为均衡汇率的确定标准，也存在问题。购买力平价作为一种汇率决定理论本身存在许多问题，例如假设过于严格、计量相当困难等等，都制约着购买力平价在经济宏观调控中的运用。

第三，该方案主张通过协调各国货币供给维持固定汇率制，在实际经济中难以实现。引起汇率变动的因素既有货币冲击因素，也有实物性冲击因素。在后一种情况下仅仅通过货币供给调整是无法达到平衡的。特别是在国际资金流动问题非常突出的时候，投机性冲击甚至可能给固定汇率制带来危机；麦金农方案也没有提出在国际资金流动条件下，维持固定汇率制的有效方案。

这是理想色彩远大于可行性的方案。

汇率目标区方案

汇率目标区（target zone of exchange rate）方案是在1987年由威廉姆森（Williamson）和米勒（Miller）提出的。

汇率目标区方案，不同于麦金农的固定汇率制，主张实行有弹性的汇率制度。该方案的汇率变动范围可以达到中心汇率上下10%。方案的要点还包括：

第一，中心汇率的确定依据是"基本均衡汇率（FEER）"，而不是购买力平价。方案认为购买力平价没有考虑到实际的宏观经济运行状况；如果用做政府制定汇率政策的指导非常不合理。所谓的基本均衡汇率，是指在中期内（一般指5年）实现经济内外均衡的汇率，它能满足宏观调控要求。由于基本均衡汇率是实际汇率，这就要求汇率目标区中的名义汇率需根据各国通胀率及时进行调整，以保持实际汇率不变。

第二，该方案提出了各国都实施以货币政策实现外部均衡，以财政政策实现内部均衡的政策搭配。更具体来说，这一政策协调方案的主要内容有：(1) 各国以利率政策来维持相互之间的汇率。对于 n 个国家来说存在着（$n-1$）种汇率，也就要求相应的（$n-1$）种利率差，以使外汇市场维持平衡。(2) 所有国家相互之间的利率差确定后，只要确定一国的利率水平，就可以确定所有其他国家的利率水平。确定的利率水平，应该在控制全球通货膨胀的前提下，达到最大的全球产出水平。(3) 各国应独立运用财政政策控制国内的产出，以保证各国经济运行保持均衡状态。

汇率目标区方案几乎涉及了国际金融领域的所有重大问题，对政策协调的具体实施方法也进行了详尽的介绍，是其他政策协调方案无法比拟的。

该方案自身存在的问题是：

第一，汇率目标区制度的优劣难以判断。汇率目标区既能够稳定汇率，在一定条件下也会加剧汇率的波动，可能会带来汇率变动更大的不稳定性。

第二，该方案中运用的基本均衡汇率本身存在问题。它是一个价值判断色彩十分浓重的概念，不同的分析者计算出基本均衡汇率的数值可能存在很大差异。而且，其计算分析非常复杂，应用价值低。

第三，该方案所描述的政策协调规则存在问题。有的分析者认为用财政政策维持经常账户目标更具有比较优势；也有人认为财政政策的灵活性有限，难以及时有效地维持内部均衡。

汇率目标区方案作为一种国际间政策协调方案，具有较大的理论价值；在理

论上的贡献远远超过其在现实中的实践。

[复习思考题]

1. 世界各国货币政策或采用“单目标”，或采用“多目标”，考虑的依据是什么？根据近几年的实践，你认为我国的货币政策目标应作怎样的表述？

2. 什么是“通货膨胀目标制”？近年来有些国家采用“通货膨胀目标制”的理由是什么？

3. 关于是否必须把资本市场的稳定发展纳入货币政策目标考虑的范围之内，是近些年的热点问题，存在着肯定与否定的两极见解。货币当局一般持否定意见，但货币政策操作的实际，又好像并未全然无视资本市场的状况。你对这一问题是怎样分析的？

4. 试列表说明可能运用来实现货币政策目标的货币政策工具以及它们各自作用的特点，当前我国货币当局对政策工具是怎样动用的？

5. 货币政策的传导机制有哪些？试分析我国的货币政策主要是通过哪些途径传导的？效果如何？

6. 资本市场的价格能否成为货币政策传导机制的构成部分？问题的另一种提法：资本市场的价格在怎样的意义上可以视为货币政策传导机制的构成部分？

7. 货币政策可能起的作用究竟有多大？为什么它在治理通货膨胀方面所显示的作用强，而在治理通货紧缩方面所显示的作用极为有限？试联系我国近年货币政策的实践谈谈对这个问题的看法。

8. 为什么在宏观调控中必须配合运用货币政策和财政政策？试结合我国的实际情况作些分析。

9. 自改革开放以来，我国财政政策和货币政策的对比格局发生了哪些变化？其背景如何？总体效果又如何？从中能为我们提供哪些启示？

10. 从1997年以来，关于我国人民币是应该升值还是贬值的争论持续不断。你持何种看法？

11. 在货币领域，对内的政策目标与对外的政策目标是否存在冲突？是否能够使之统一？

12. 在货币政策存在国际传导的背景下发展了国际经济政策协调理论。试对不同的论点进行剖析，并对推进国际政策协调的前景作些估计。

第二十章

IS-LM 模型与总供求均衡模型①

第一节 IS-LM 模型及其基础理论框架

IS-LM 模型

IS-LM 模型是总供求均衡分析框架的构成部分。在第三节说明，它构造总需求面，确定总需求曲线 AD；总需求曲线 AD 和总供给曲线 AS 的交点决定宏观经济均衡。

在西方宏观经济学和货币银行金融市场学的教科书中，对 IS-LM 模型的论述都占有相当的篇幅。该模型是以凯恩斯理论框架为主要根据，由英国经济学家约翰·希克斯创建，其后美国经济学家汉森加以完善和发展。

① 在宏观经济学教科书里，IS-LM 模型和总供求均衡模型多有详细的讲述。在这本教科书的设计中，只是对 IS-LM 模型和总供求均衡模型作轮廓性的描述，以说明：(1) 本书有关宏观分析的内容大多可以借助于这一模型；(2) 运用这个模型对中国的经济和金融进行宏观分析和政策设计应该注意的一些问题。因而在讲述中，不作精确的推导和论证。

虽然这一模型被一些经济学家认为存在理论缺陷，但几十年来，一直被直观地应用于宏观经济分析。模型的基本形式如图 20—1 所示：

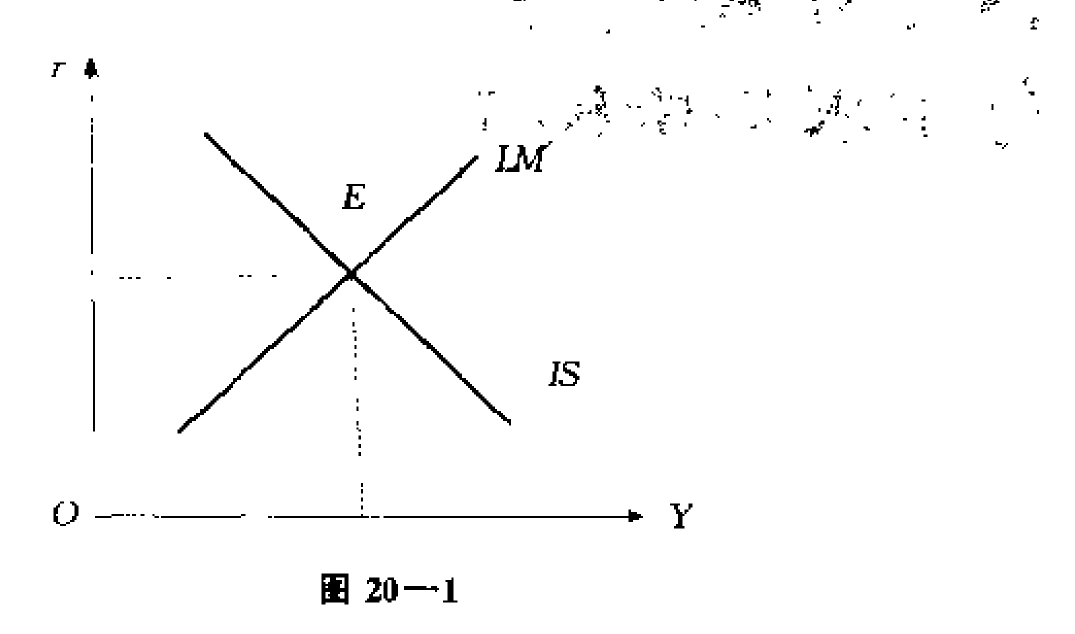


图 20—1

图 20—1 中，*IS* 曲线表示产品市场的均衡，*LM* 曲线表示货币市场的均衡，两者的交点 *E* 表示产品市场、货币市场同时处于均衡情况下的均衡产出和均衡利率水平。

IS-LM 模型是在"价格水平不变"的设定条件下，考察商品市场与货币市场都处于均衡状态时利率与产出的组合；以及在这一模型的约束下，货币政策与财政政策可以指望的政策效应。该模型不仅集中表达了主要宏观经济变量之间的关系，而且对经济政策的制定和分析具有重要意义。

模型的设定前提

IS-LM 模型是以"价格水平不变"为分析前提的。当经济运行处于均衡状态时，满足下面的均衡条件：

$$Y = Y^{ad} \tag{20·1}$$

式中，Y^{ad} 为总支出，即市场需求；Y 为总收入，即产出或市场供给。这个等式的经济含义是：只有当市场的供给量与市场的需求量相等时，经济运行才会处于均衡状态。同时也包含了这样的含义：一定时期人们支出的多少决定了该时期收入的多少，或者说市场需求的多少决定了市场供给的多少。

当然，市场供求不可能时时处于均衡状态，价格的指示器也不可能总是不起作用。只不过这里假定供求的均衡有可能由供给方的调整来实现，并从而使分析简化。而且现实经济运行也并不是需求、供给、价格三个变量之间简单的对应关系。事实上，供求对比的不协调无宁说是经济运行的常态。极端的如：用需求拉动供给却拉而不动，或供给也并不一定随需求的收缩而下降，等等。因此，进一

步地分析必然要把价格水平的变动考虑在内。这将是总供给与总需求均衡分析所要解决的问题。在这里需要提醒的是，由于假设价格不变，以下关于 *IS-LM* 模型的论述中，如果不加说明，当论及经济变量名义数量的变动时，也意味着这些变量实际数量的变动。

模型的基础理论框架

IS-LM 模型是在凯恩斯产出决定理论基础上发展起来的。在《就业、利息与货币通论》一书中，凯恩斯提出了一个总产出或总收入水平如何决定的简单框架。后人将其归纳并称之为"简单的收入决定模型"。它主要说明了总需求的构成，总需求如何决定总产出或总收入的水平，以及需求影响收入或产出的机制。这些内容构成了 *IS-LM* 模型的理论基础。

总支出或总需求 Y^{ad} 的构成如下式：

$$Y^{ad} = C + I + G + NX \qquad (20 \cdot 2)$$

式中，C 为消费；I 为投资；G 为政府支出；NX 为净出口。这一等式的初始形式在第二章第三节已作过说明。在那里，NX 是以 $X - M$，即出口减进口来表示的。

为了便于分析，暂时不考虑政府支出 G 和净出口 NX 两个因素，假定：$G = 0$，$NX = 0$。在实际经济运行中，总需求中的消费 C 与投资 I 也是最根本的两个部分。所以，Y^{ad} 往往可以简单表示为：

$$Y^{ad} = C + I \qquad (20 \cdot 3)$$

即当不考虑政府支出和净出口因素时，总需求等于消费与投资之和。

对这个简化的模型，需要分析的是：哪些因素决定了消费需求和投资需求，并进而决定了总需求的状况。

消费、投资与总需求函数

消费 C 的大小，取决于消费函数：

$$C = a + (mpc \times Y) \qquad (20 \cdot 4)$$

式中，a 为自主性的消费。消费是生存的必要条件，即使在考察期内没有任何收入，人们也需要进行消费。自主性消费就是假设收入为 0 时也必须的消费支出，或者说是不因收入变化而变化的那部分消费支出。等式中的 $mpc = \Delta C / \Delta Y$，即边际消费倾向。它表示的是，人们每增加一单位的收入而可能引起的消费支出的变动。一般情况下，在收入增加的同时，人们的消费支出也会增加，但消费增加的数量不会超过收入的增加量。所以，边际消费倾向应是处于 0 与 1 之间的数

值。消费函数说明，消费需求包括两个部分：一部分与收入的变化没有关系，而另一部分随着收入的变化而变化。在一定的社会和经济条件下，与收入变化没有直接关系的自主性消费的数量是相对稳定的，而边际消费倾向也是比较稳定的。这就是说，消费函数中发生变化的主要是收入，收入水平成为影响消费的主要因素。

投资 I 是专指投入实际经济领域进行经营的投资活动，其结果是形成资本，可以使社会生产能力得以提高。它包括两个部分：固定资产投资和存货投资。固定资产投资指用于设备和建筑物等方面的支出以及用于住宅建设上的支出。存货投资通常也称为流动资产投资，指用于增加原料、零部件和成品等持有量的支出。

投资 I 的大小，取决于投资函数：

$$I = I_0 - bi \tag{20-5}$$

式中，I_0 为与利率无关的投资额；b 为投资的利率弹性；i 为利率。

投资支出也属于自主性支出，也就是说，投资支出的多少与一定时期的收入水平没有特别直接的联系。简单地看，人们决定是否进行投资活动，主要考虑的是投资项目的预期收益率、资金成本两个因素。在项目的预期收益率一定时，资金成本的大小即利率水平的高低对投资活动具有重要影响。至于他自己在该时期收入的多少，对其是否进行投资的影响并不明显。

如果消费需求 C 与投资需求 I 确定了，总需求 Y^{ad} 也就确定了。一定时期的总需求等于消费需求和投资需求的和，即 $Y^{ad}=C+I$，称之为总需求函数。根据前面的分析，总需求函数表示了自主性消费、边际消费倾向、收入水平以及投资等变量对总需求的作用和它们之间存在的数量关系。

经济处于均衡状态，也就是收入水平或供给量 Y 与总需求 Y^{ad} 相等。供需均衡时的产出称之为均衡产出或均衡收入。其中，如果用坐标轴分别表示总需求水平和总收入水平，那么，均衡产出或均衡收入的轨迹，如图 20-2 中就形成一条 45°线，称之为凯恩斯的 45°均衡线。

凯恩斯 45°均衡线是一个很有用的分析工具，它描述了产品市场供求均衡的状况。现实中总需求函数是变化不定的。给定一个总需求函数 Y^{ad}，就可以找到由总需求函数所确定的曲线与凯恩斯 45°均衡线的交点 E，该交点 E 即表示出此总需求函数决定的均衡收入或均衡产出水平。如果产出水平不在点 E 上，经济运行就不会处于均衡状态，并且有向点 E 方向运动的趋势。例如，当产出为 E' 时，对应的总需求在点 A 上，超过了供给水平，必然出现需求过旺、供给不足的不均衡局面。而当产出为 E'' 时，总需求在点 B 上，低于供给水平，相应出现

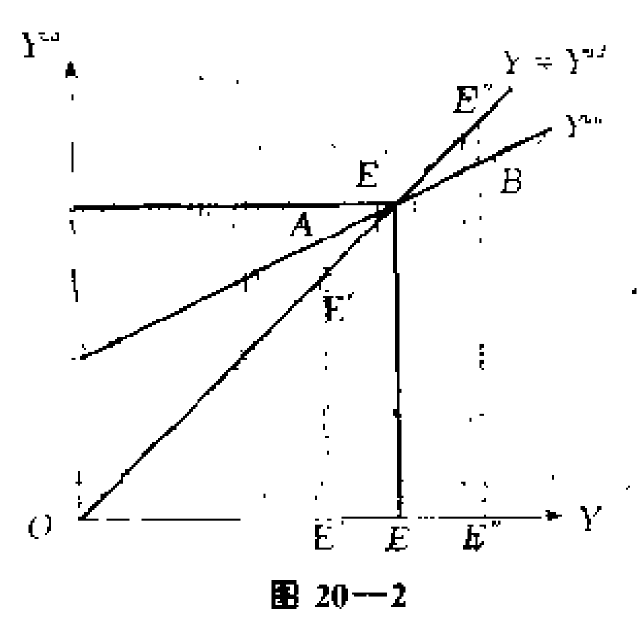


图 20—2

需求不足、供给过剩的不均衡局面。当出现需求过旺、供给不足的情况时，企业库存下降，销售加快，必将扩大产出，促使经济运行达到均衡产出的水平。而当出现需求不足、供给过剩的情况时，企业库存增加，销售困难，必将减少生产，同样促使经济运行向均衡产出的水平移动。因此，在一定的总需求函数条件下，将通过供给方的调整使经济运行处于均衡状态。

支出乘数

需求的变化是如何引起产出或收入变化的？这需要引入对支出乘数的分析。需求水平决定收入水平，所以可以用需求函数来表示收入，即：

$$Y = C + I \tag{20·6}$$

由于 $C = a + (mpc \times Y)$，$I = I_0 - bi$，收入 Y 又可以表示为：

$$Y = a + (mpc \times Y) + I_0 - bi$$

移项可得：

$$Y = (a + I_0 - bi) \times \frac{1}{1 - mpc} \tag{20·7}$$

如上指出，a 和 I 均为自主性支出，与收入 Y 的变化没有直接联系；而 mpc，即边际消费倾向，是处于 0 与 1 之间的常数值，所以，$1/(1 - mpc)$ 必然是大于 1 的倍数。这就是说，自主性支出的增加，会使 Y 呈大于 1 的倍数增加；相应地，自主性支出的减小，则会使 Y 呈大于 1 的倍数缩减。$1/(1 - mpc)$ 即通常所说的支出乘数。

运用凯恩斯 45°均衡线同样可以解释自主性支出是如何导致产出呈现乘数效应变动。

在以上的分析中，没有涉及政府的支出 G，和代表净出口额的 NX。这两项支出对总产出 Y 的作用与消费 C、投资 I 的作用基本相同；对这两项支出，支

出乘数同样发挥作用。

以上就是简单的凯恩斯收入决定理论的基本内容。归纳起来看，上面的分析主要说明了以下三点：(1) 总需求包括不受收入影响的自主性支出以及受收入影响的非自主性支出。(2) 在一定条件下，产出水平取决于需求水平，总需求函数的变化将导致均衡产出或均衡收入水平的变化。(3) 需求导致产出或收入的变化主要是通过支出乘数的作用实现的，自主性支出的变化将使产出或收入产生更大的变化，乘数的大小取决于边际消费倾向的大小。

IS-LM 模型正是在这个理论模型的基础上，把货币、利率等金融变量引入对产出或收入决定的分析而建立起来的。

IS 曲线

这一曲线刻画任意给定的利率水平所对应的总产出均衡水平的位置，或者说商品市场处于均衡状态时的利率与产出的组合。

建立这一曲线的基本出发点是利率 i 对产出 Y 的决定性作用。将式 (20·7) 重新整理，就可以得到 *IS* 曲线的代数表达式：

$$i = \frac{a + I_0}{b} - \frac{1 - mpc}{b} \times Y \qquad (20 \cdot 8)$$

由于假设边际消费倾向 $mpc < 1$，所以 *IS* 曲线的斜率小于零，并呈现向右下方倾斜状态，如图 20—3 中所示的 *IS* 曲线。

利率与总需求（或产出）之间的负相关关系，具有明显的经济含义。在封闭的市场经济中，假设其他条件不变，利率是高还是低，对投资活动产生重要影响，并直接影响总需求的变化。当利率水平偏高时，企业的利息支出增加、预期收益下降，甚至可能没有收益，投资就会相应减少，总需求也相应减少；而当利率水平偏低时，企业的利息支出降低，预期收益高，投资增加，导致总需求上升。

假设其他条件不变，利率变化对总需求的影响存在定量关系，显然，根据式 (20·5)，可以得到下式：

$$\Delta Y = \frac{b}{1 - mpc} \Delta i \qquad (20 \cdot 9)$$

以上分析表明，*IS* 这一曲线刻画任意给定的利率水平所对应的产出均衡水平的位置，或者说，*IS* 曲线上所有的点都表示在一定的利率水平下使产品市场实现供需均衡的产出水平或收入水平。如图 20—3，交点处于 *IS* 曲线上的 r_1 和 Y_1 就是这样的均衡组合，任何不处于曲线上的点，所对应的产出，都不是均衡

产出；处于曲线下面的任何一点，都意味着产品市场的供不应求；处于曲线以上的任何一点，则都意味着产品市场的供过于求。非均衡的产出、对应的是非均衡的利率。非均衡的产出与非均衡的利率必将驱使该点向曲线移动。例如，图中处于这条曲线下面的 A 点，产出水平为 Y_2，并存在超额商品需求；利率水平为 r_A，低于均衡利率水平。在产品市场处于供不应求状况的状况下，如果设定货币供给是给定的外生变量，那么旺盛的投资需求必然导致利率上升。只有上升到 IS 曲线上的 E_2，利率和产出才处于均衡组合的状态。如果放松货币供给是给定的外生变量的假设，旺盛的投资需求可以在既有的利率水平上得到满足，就将会有产出的增加，直至达到 E_3 的均衡点。图中处于这条曲线以上的 B 点，产出水平高，对应的利率水平高，而市场上存在超额商品供给，这也必将通过利率的下降和产出的缩减而趋于 IS 的曲线之上。

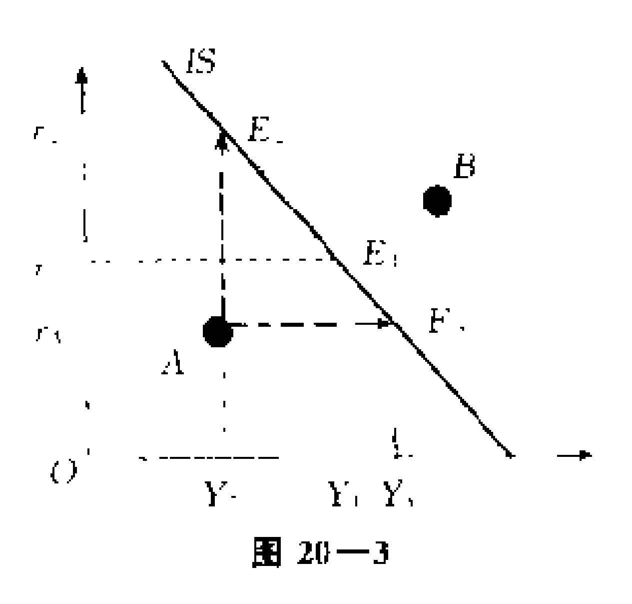


图 20—3

LM 曲线

这一曲线刻画任意给定的利率水平所对应的货币供需均衡的位置、或货币市场处于均衡状态时的利率与产出的组合。

建立这一曲线的基本出发点是凯恩斯发展的货币需求函数。

按照凯恩斯的货币理论，货币需求，是收入 Y 和利率 r 的函数。Y 与货币需求正相关：Y 大，货币需求大；Y 小，货币需求小。r 与货币需求负相关：r 偏高，货币需求减小；r 偏低，货币需求增大。即：

$$\frac{M_d}{P} = kY - hr \qquad k > 0,\ h > 0 \tag{20·10}$$

依据货币市场的均衡条件 $M^s = M^d$，可以得到 LM 曲线的代数式：

$$r = \frac{1}{h}\left(kY - \frac{M^s}{P}\right) \tag{20·11}$$

需要指出，对 LM 曲线的推导，有一个严格的假设前提，即货币供给是严格的外生变量。

这是一条向上倾斜的曲线。处于这条曲线上的任意一点都意味着货币供求处于均衡状态。与这一点相对应的产出和利率则是货币市场处于均衡状态时的利率与产出的组合，或者说，对应任一给定的 Y，交于这条曲线上的利率水平，也就是处于货币需求与货币供给均衡状态的利率水平，是均衡利率。如图 20—4 中的 Y_1 与 r_1 的组合，就是货币市场处于均衡状态时的组合。

任何不在 LM 曲线上的点，都意味着货币供求处于非均衡状态：在曲线以上的点指示货币供给大于需求；在曲线下面的点指示货币需求大于供给。在 LM 曲线以上，如图 20—4 中的 A 点，产出水平或收入水平为 Y_2，而对应的利率水平高于均衡利率水平。这时，由于货币市场上需求不足，存在超额货币供给，减小货币持有量的经济行为必然使利率逐步下降，直到使 A 点趋向于 LM 曲线上的 E_1。而在 LM 曲线下面，例如图中的 B 点，产出水平为 Y_3，利率水平低于均衡利率水平；而在货币市场上是需求旺盛，货币供给紧张。这时，增加货币持有量的经济行为则会导致利率水平不断上升，直到使 B 点趋向于 LM 曲线上的 E_3。

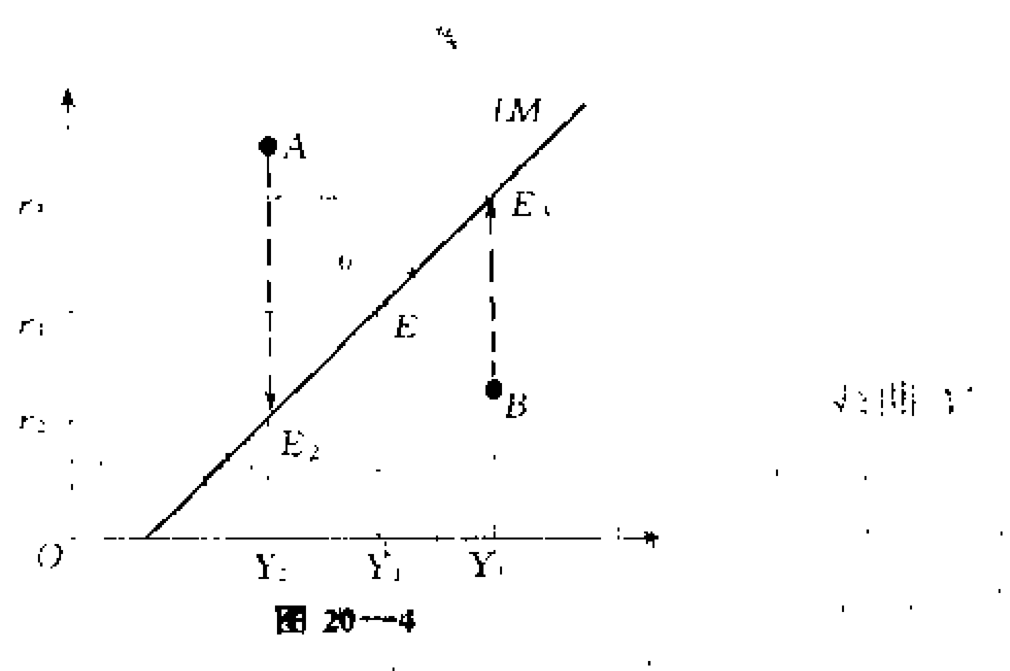


图 20—4

导致 IS 曲线与 LM 曲线位移的因素

一条 IS 曲线，是在假定影响需求的其他因素不变而只考察与利率有关的那些支出因素变动的条件下确定的。所以，当那些影响总需求而又与利率没有关系的因素发生变化，就会确定新的 IS 曲线位置。设定利率不变，亦即货币供给与货币需求的对比不变，导致 IS 曲线位移的因素包括：自主性消费、与利率没有直接联系的投资支出和进出口活动以及政府支出，等等。当这些与利率变动无关

的各项支出增加时，均使 IS 曲线右移；而当这些与利率变动无关的各项支出减少时，均使 IS 曲线左移。

一条 LM 曲线，是在假定货币供给不变而只考察收入和利率对货币需求作用的情况下确定的。所以，当货币供给变化，以及收入和利率以外的影响货币需求的因素发生变化时，就将确定新的 LM 曲线位置。货币供应增加，导致 LM 曲线右移；而货币供给减少，将导致 LM 曲线左移。自主性货币需求增加，导致 LM 曲线左移；自主性货币需求减少，导致 LM 曲线右移。

IS 曲线与LM 曲线的共同均衡点

从上面的分析可以看出，IS 曲线给出了相对于任一利率水平的确定均衡产出的位置，但是它并不能确定任一利率水平的本身是否是均衡利率；或者说，它说明了在一定利率水平上产品市场的均衡状况，但并不能够说明货币市场的状况。

而 LM 曲线给出了相对于任一产出水平的确定均衡利率的位置，但是它并不能确定任一产出水平的本身是否是均衡产出。或者说，它说明了在一定收入水平上，假定货币供给不变时货币市场上的均衡状况，但不能说明产品市场上的状况。

但上面的分析也表明，IS 曲线与 LM 曲线都是由利率和收入水平确定的。所以，这两条曲线必然有一个交点。两条曲线的交点 E 表明：在产品市场上，总产出等于总需求；在货币市场上，货币供给等于货币需求。也就是说，这一点上，既确定了均衡产出水平，也确定了均衡利率水平，即产品市场和货币市场同时处于均衡状态（见图 20—5）。

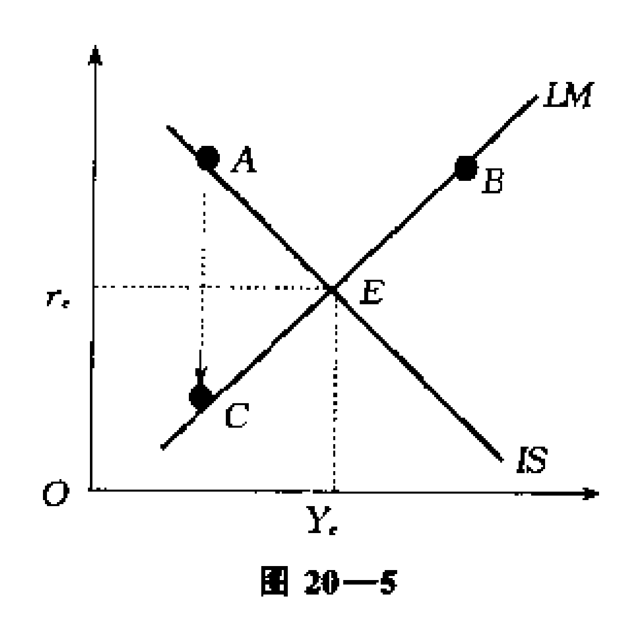


图 20—5

如果利率与产出的交点处于 IS 曲线之上而不处于LM 曲线之上，设如图上的 A 点，指明商品供需均衡而货币供需不均衡，即

市场供给＝市场需求；　　市场利率≠均衡利率

这里是市场利率处于偏高的位置，即货币供给小于货币需求。于是人们会采取减少货币持有的行为并从而使利率下降；而利率的下降又会使产出增加。这决定 A 将沿着 IS 曲线下行直至逼近 E 为止。

如果利率与产出的交点处于 LM 曲线之上而不处于 IS 曲线之上，设如图上的 B 点，指明货币供需均衡而商品供需不均衡，即

市场利率 = 均衡利率；　　市场供给 ≠ 市场需求

这里是市场供给相对于市场需求处于偏高的位置。于是厂商在销售不畅的压力下会缩减产出；缩减产出则会使货币需求减小，人们会采取减少货币持有的行为并从而使利率下降。这决定 B 将沿着 LM 曲线下行直至逼近 E 为止。

只要不在点 E 上，要么是产品市场不均衡，要么是货币市场不均衡，要么是两个市场都处于不均衡的状态。

从以上内容可以看出，IS-LM 模型实际上是一个包含了货币因素的收入或产出决定的理论。它不仅包含了对产品市场均衡的分析，也包含了对货币市场均衡的分析；可以简要说明货币变量如何影响宏观经济均衡以及货币市场均衡与产品市场均衡的关系。

第二节　IS-LM 模型中的货币政策和财政政策

IS-LM 模型，对于如何运用货币政策和财政政策，如何使两个政策相互协调，从而实现产品市场与货币市场同时均衡的理想状态，是一个很有用的经济分析工具。

IS-LM 模型与货币政策

货币政策的核心是调节货币供给量，以达到一定的宏观经济意图。

如前所述，在其他条件不变的情况下，货币供给的变动会改变 LM 曲线的位置。当货币供给作为外生变量而增大时，在这个时点上它是超额货币供给，从而必然导致利率下降，LM 曲线向右下方平移；当货币供给作为外生变量而减小时，在这个时点上它不能满足货币需求，从而必然导致利率上升，LM 曲线向左上方平移。

更为重要的是货币供给变化导致 LM 曲线移动的经济效果。LM 曲线右移和左移产生不同的结果，其具体经济过程分别是：

货币供给增大→LM 曲线右移，利率下降→自主性投资支出增加

→总需求提高→总产出增加→总产出的增加和利率的降低导致货币需求增加→直至货币均衡为止

货币供给减少→LM曲线左移、利率上升→自主性投资支出缩减→总需求缩减→总产出缩减→总产出的缩减和利率的上升导致货币需求缩减→直至货币均衡为止

从这样的关系中，可以看出，货币供给的变动与产出正相关，从而货币当局可用扩张的或紧缩的货币政策来调节产出。这不仅说明了运用货币政策可以调节经济运行，而且也说明了如何运用货币政策达到一定的政策意向。

货币政策，如前指出，其本身的具体政策目标可以是货币供给量，也可以是利率。在市场经济体制之下，利率目标通常是由中央银行或货币当局规定。但它并不能强制执行。为了实现利率的政策目标，基本途径仍是调节货币供给的数量。因而，现实中货币政策的利率调节并不排斥这里的分析。

IS-LM 模型与财政政策

可用来调节产出的还有财政政策。财政政策主要通过财政支出和税收的调节来影响经济运行，进而达到宏观调控的目标。

前面分析表明，财政支出G是构成Y^{ad}的因素。G的增减必将影响总支出，从而会使IS曲线平移。由财政支出变动导致IS曲线右移或左移也会产生不同的经济结果：

G增大→IS曲线右移，总需求增大→总产出增大→增加货币需求→超额货币需求使利率上升→利率上升使超额货币需求消除→在增大的产出和提高的利率水平的交点上达到均衡

G减少→IS曲线左移，总需求减少→总产出减少→减少了货币需求→超额的货币供给使利率下降→利率下降使超额货币供给消除→在缩减的产出和降低的利率水平的交点上达到均衡

从这样的关系中，可以看出财政支出也与产出正相关，从而财政政策也可以通过调节支出来调节产出。

财政政策的另一个有效工具是税收。税收对总支出的影响与财政支出相比是相反的：如果说增加财政支出会增大总支出或总需求，而增税则是减少总支出；减少财政支出会减少总支出，而减税则会增大总支出。所以，增加财政支出与减税是扩张性的财政政策；减少财政支出与增税构成紧缩性的财政政策。当然，税收政策的效应实际上要复杂得多，而且引入税收问题的分析后，支出乘数也发生相应的变化，有关内容需要更深一步的分析。

IS-LM 模型与财政政策、货币政策的协调配合

从上面的分析可以看出，货币政策主要通过影响 *LM* 曲线实现政策意图，而财政政策主要依靠影响 *IS* 曲线实现政策意图。两个经济调节政策分别有自己的调节领域和调节手段。但 *IS-LM* 模型也清楚地表明，单独运用一种经济政策难以达到一定的经济政策目的，必须协调运用两大政策，并避免单独使用一种经济政策可能产生的不良影响。

例如，在图 20—6 中，经济运行原来的均衡点是 *A* 点，均衡产出为 Y_1。假定政府希望经济运行能够实现产出 Y_2，则可以分别运用财政政策和货币政策实现这个目标产出。

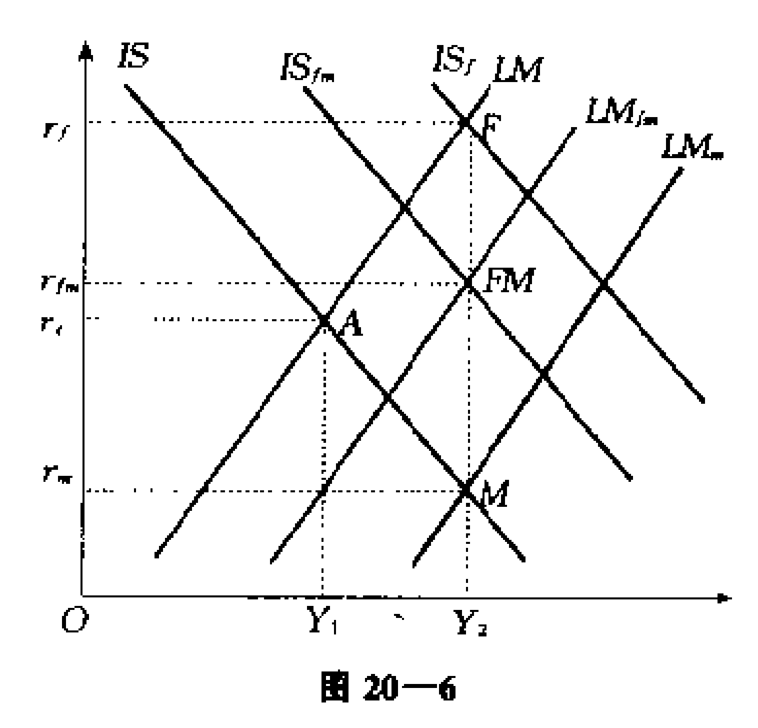


图 20—6

假定单独运用财政政策来扩大产出。在图 20—6 中，当 *IS* 曲线向上平移到 IS_f 时，与 *LM* 相交于点 *F*，就可以实现产出 Y_2。上面指出，财政政策的主要手段是政府支出和税收。要使 *IS* 曲线右移，财政必须扩大财政支出或者减税，或两种方式并用。这种情况下，往往在实现目标产出的同时，财政收支压力扩大，赤字或债务增加。同时，从图 20—6 可以看出，由于财政政策的运用导致利率大幅度上升，这反过来不利于刺激投资和消费。

假定只运用货币政策来实现目标产出。在图中，当 *LM* 曲线向右平移到 LM_m 时，与 *IS* 相交于点 *M*，就可以实现产出 Y_2。货币当局推动 *LM* 曲线右移的基本途径是扩大货币供应量。面一味扩大货币供应，也可能导致一些不良后果，如通货膨胀压力增大，信贷约束软化，等等。同时，图 20—6 表明，单独运用货币政策、增加货币供应量将导致利率的下降。在其他条件不变的情况下，利率的过分下降也会有不利后果。

如果协调运用财政政策和货币政策，可能避免或减轻单独运用一种政策可能

产生的不良后果。例如，运用财政政策使 IS 曲线移动到 IS_{fm}，运用货币政策使 LM 曲线移动到 LM_{fm}，两条曲线相交于 FM 点，实现产出 Y_2。这样，财政扩大支出的压力比原来单独运用财政政策时会小一些，而货币当局扩大货币供应的压力比原来单独运用货币政策时也会有所缓和。

从理论上说，给定任何一个目标产出水平，都可以运用财政政策和货币政策去实现这个目标。问题的核心在于如何权衡两个政策的优劣利弊，在最小的成本代价下达到最好的调控效果。

从长期角度看 *IS-LM* 模型

在上面的分析中，设定的前提是价格不发生变化，这实际是以短期考察为条件。在短期考察中，假定价格不变是基本成立的。而在相对长期的经济活动中，必须把价格看做是可变的。这就是说，研究长期经济运行中的 *IS-LM* 模型以及货币政策、财政政策问题，很重要的方面就是要把它放在价格变化的经济环境中进行考察。

经济运行中供求对比发生变化，并不一定立即导致价格发生变化。对这个问题的分析是同自然产出率水平联系在一起的。自然产出率这个概念的经济含义是假定价格没有上升或下降趋势情况下的产出率：如果产出水平超过自然产出率水平，价格就出现上涨趋势；如果产出水平低于自然产出率水平，价格就出现下降趋势。对于自然产出率，下一节还将讨论。

重要的是价格变化后对经济运行产生的影响。一般认为，价格的变化不影响 *IS* 曲线的位置。原因在于，与 *IS* 曲线有关的各个变量，包括消费支出、投资支出、净出口、政府支出等，表示的是对实际商品和劳务的需求，或者说是人们在一定时期准备购买的商品和劳务的实物量。例如，假定人们需要在未来一段时期消费100万吨小麦，不论价格是多少钱1吨，对小麦的实际需要量就是100万吨。

价格变化时对 *LM* 曲线则有比较明显的影响。人们需要多少货币是与货币的购买力存在直接联系的。价格的变化导致货币购买力的变化，并由此导致货币需求的变化，也引起实际货币供应的变化。货币需求主要受利率和收入的影响。事实上，影响货币需求的收入指的是实际收入，即考虑了价格变化因素的收入。当价格上升，货币的购买力下降，等于说原来的货币供应量按实际购买力来考察是减少了；而当人们需要增加货币数量以保持足够的购买力的行为，必将引起利率的上升，使 *LM* 曲线向左移动。同样的道理，当价格下降时，货币的购买力上升，原来的货币供应量按照实际购买力来考察是增加了，即人们用比原来名义数量较少的货币就可以达到预想的购买力。这自然将减少对货币的需求，并将导

致利率下降，并促使 LM 曲线右移。

由于价格变化对实际货币供求的影响，从长期角度考察货币政策、财政政策与从短期角度考察货币政策、财政政策，它们的作用有明显的不同。

在图 20—7 中，假定经济的最初状态是处于点 A 上，即 IS 曲线与 LM_1 曲线相交于 A 点。在该点上刚好实现自然产出率 Y_n，经济处于均衡状态。现在货币当局为了实现更大的产出，增加了货币供应。这就使利率下降，并使 LM_1 右移到 LM_2 的位置，并与 IS 相交于 B 点，实现了更大的产出 Y_2。这是前面已经分析的扩张性的货币政策效果。但是，由于 Y_2 超过了自然产出率水平，所以价格开始上涨。价格上涨导致实际货币供应下降，并产生超额货币需求，引起利率上升，使 LM_2 曲线向左回移。只要产出大于自然产出率水平，这个过程就会继续发生。于是，利率持续上升，LM_2 曲线将移回到 LM_1 的位置，结果产出也恢复到原来的自然率水平。因此，从长期看，货币供应的增加只会导致价格的上升，而不会导致产出和利率的变化，这种现象称为长期货币中性。

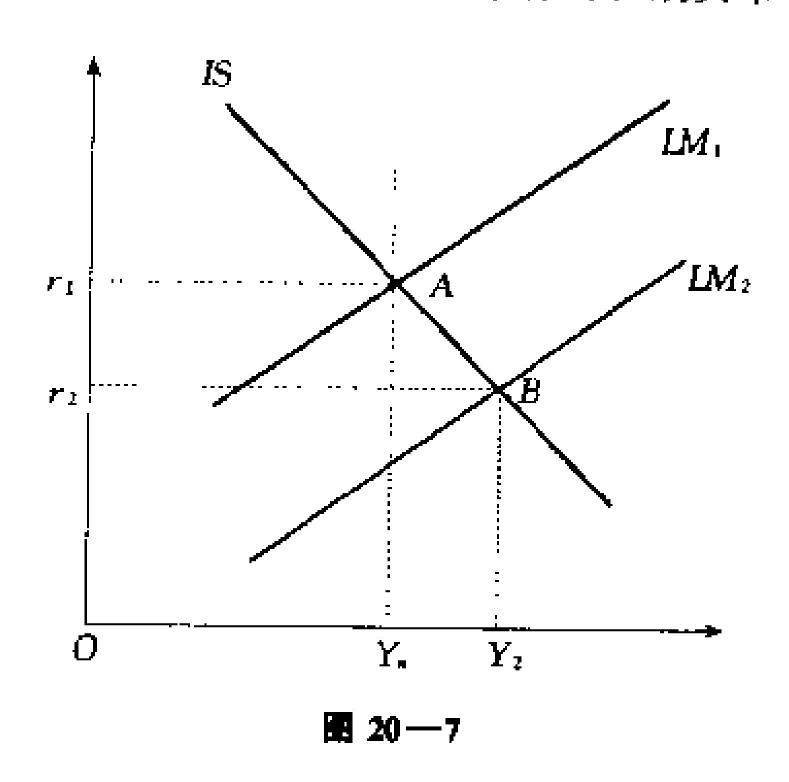


图 20—7

再来看长期中的财政政策。假定经济的初始状态，如图 20—8 处于点 A，IS_1 与 LM_1 相交于 A 点，并实现自然产出率 Y_n。假定政府为实现更大的产出 Y_2 而扩大政府支出，使 IS_1 向右上方平移到 IS_2，并与 LM_1 相交于点 B，于是在 r_2 的利率水平上实现了比自然产出率更高的产出水平 Y_2。这是从短期考察的财政政策的效果。从长期看，由于产出 Y_2 高于自然产出率，价格必然上升。此时，当货币供应尚未变化之际，那么面对比原来增大的收入，比原来上升的价格，以及相应增大的货币需求，必然是货币的实际供应量不足。于是利率继续上升，并促使 LM 曲线向左移动。只要产出水平高于自然产出率，这个过程就会

持续下去，直到 LM 曲线移动到 LM_2，利率水平上升到 r_3，LM_2 与 IS_2 相交于 C 点，产出恢复到自然产出率水平。可见，由于长期货币中性的作用，扩张的财政政策在长期中导致价格上升和利率上升，而产出则没有变化。

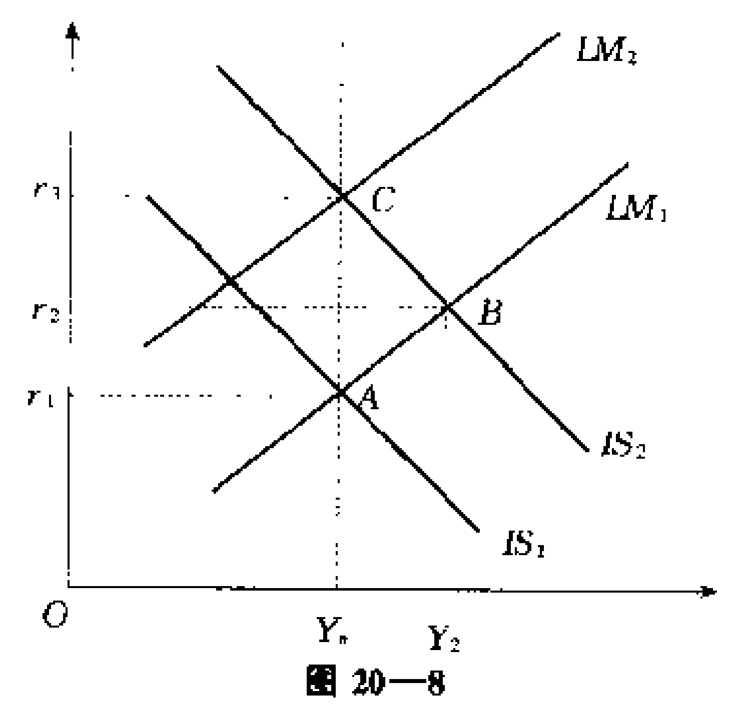


图 20—8

类似的分析可以用于对紧缩性的财政政策和货币政策进行研究。

由这样的分析得到的结论是：与短期角度的考察结果不同，从长期角度考察 IS-LM 模型，货币政策和财政政策对产出都没有影响。当然，复杂的实际生活不会像结论这么简单。但认识这一点，对于把握货币政策和财政政策的宏观调控效应是具有重要意义的。

第三节　总供求均衡分析

假定价格不变，使 IS-LM 模型的应用受到很大限制。西方经济学在IS-LM模型基础上建立了 AD-AS 模型，即总供求均衡分析。在 AD-AS 模型中，能够考察总产出量与价格变动的关系，也有助于对如何实施经济政策进行更深一步的分析。

总需求曲线 AD

上面分析了价格变化不会引起 IS 曲线移动，但能够使 LM 曲线改变位置。如果其他条件不变，价格上升，实际货币供给减少，产生超额货币需求，导致利率上升，LM 曲线左移，并将导致经济运行在比较高的利率水平和比较低的产出水平上实现均衡；价格下降将产生刚好相反的过程：经济运行在比较低的利率水平和比较高的产出水平上实现均衡。见图 20—9。

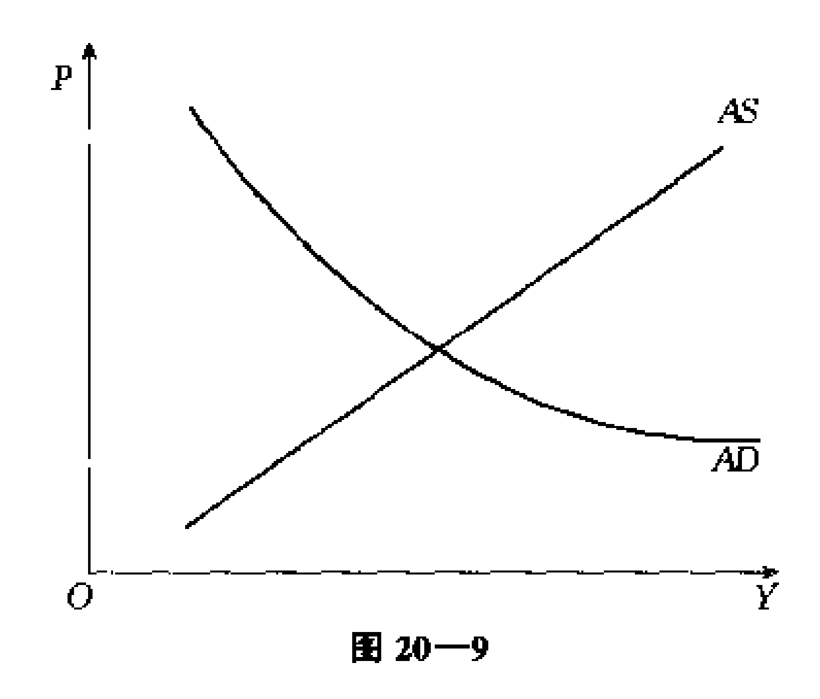


图 20—9

上述分析使价格与产出联系起来。假定货币市场和产品市场同时处于均衡状态、比较高的价格水平往往对应比较低的产出水平，而比较低的价格水平则对应着比较高的产出水平。不同的产出水平与价格水平的组合形成总需求曲线，如图 20—9 中的 *AD*。它表示在任何给定的价格水平上货币市场与商品市场都处于均衡状态时的总产出水平。其所以被认定为总需求曲线，是因为这一条向下倾斜的曲线反映着价格水平与市场总需求——即一个经济体对于商品和服务的需求总量——这两者的相关关系。

总需求曲线 *AD* 其所以是一条向下倾斜的曲线，不同学派有不同的论证思路。上面的分析是按照凯恩斯主义的原理推导出的。它所包含的传导过程是：

$$P\downarrow \rightarrow (M/P)\uparrow \rightarrow r\downarrow \rightarrow (I,\ NX,\ \cdots)\uparrow \rightarrow Y^{ad}$$

即价格水平下降，导致实际货币供给（在名义货币供给量不变的情况下）增大；实际货币供给的增大将导致利率的下降；利率的下降会造成投资回报提高的预期，并从而使投资支出增加，相应的乐观情绪也会引出消费支出的增加；利率的下降会造成本币对外币的贬值并从而增加出口；这一些支出的增加则引起总需求的增大。反之，也可用同一思路进行相反的推导。其结论是，价格变动与产出变动呈负相关关系，*AD* 曲线必然向下倾斜。

对于总需求曲线，货币学派并不以 *IS-LM* 模型为基础，而是直接用现代货币数量论进行推导。其推导的依据是交易方程式 $MV=PY$。方程式中的 $M\cdot V$，即货币供给量乘以货币流通速度，是总支出。按货币数量论的论断，V 是独立于 M 的，并且它可以预测。因而，总支出的量取决于货币供给 M——名义总支出不变，也即 M 不变；或 M 不变，名义总支出不变。此时，P 与 Y 必然负相关。于是，就描绘出一条向下倾斜的总需求曲线。

如果考虑到中国当前依然缺乏利率弹性的经济生活实际，现代货币数量论在这个问题上的分析思路可能是易于采用的。但是有一个突出的问题，即货币流通速度 V 在我们这里却是不断变化，从而不那么易于把握的。

总供给曲线 AS

在图 20—9 中的 AS 是一条表示价格水平与总产出水平正相关的曲线。价格水平 P 与总产出水平 Y 在短期内是呈现正相关关系的。这就决定 AS 曲线是向上倾斜的。

价格水平与产出正相关的原因在于，价格的提高通常并不立即伴随单位产品生产成本的提高，至少并不立即伴随单位产品生产成本同比例的提高，从而导致单位产品利润增大。利润增大则会刺激增加产出，也即增加总供给。反之，价格的下降通常并不立即伴随生产成本的下降，至少并不立即伴随生产成本同比例的下降，从而导致利润减低。利润减低则会刺激缩减产出，也即减少总供给。

但是，随着价格的持续走高，生产成本必将逐步上涨。通过一定的过程，成本的提高，将使利润向原有水平回落，增加产出的推动力也将消逝。反之，价格的持续走低，生产成本必将逐步有所下降。通过一定的过程，成本的下降将使利润可能有所回升；利润减低这一导致缩减产出的因素减小乃至消除，则会有利于产出的增加。显然，从相对长期角度考察，价格与产出的关系并非绝对正相关关系。所以，对于 P 与 Y 之间正相关的论证特别强调“短期”这一约束条件。

曲线 AD 与曲线 AS 的位移

不论总需求曲线 AD 还是总供给曲线 AS，都是在假定其他条件不变情况下，考察价格变化的影响而得出的。当“其他条件”变化时，AD 曲线和 AS 曲线就会发生位移。对于 AD 曲线，是在设定货币市场和产品市场均衡条件下对价格变动的分析。所以，当货币市场和产品市场均衡的条件发生变化，或者说当 IS 曲线或 LM 曲线发生变化，都将使 AD 曲线移动。

货币供给变动导致 LM 曲线移动，因而是影响 AD 曲线移动的重要因素。无论是按凯恩斯主义的思路还是货币主义的思路，都可以得出货币供给的变动导致 AD 曲线位移的结论。

按照货币主义的观点，在同一价格水平上，货币供给量的增大，则使总支出相应增大；总支出的增大则意味着总需求的相应增大，于是 AD 曲线向右平移；反之，则 AD 曲线向左平移。

凯恩斯主义也认为货币供给量的增减会使 AD 曲线位移。但其论证的思

路——以利率为核心的思路——则不同：在给定的价格水平上，名义货币供给量的增大也即实际货币供给量的增大。按照前面已经推演的顺序，那就是：实际货币供给的增大将导致利率的下降；利率的下降会造成投资回报提高的预期，并从而使投资支出增加，相应的乐观情绪也会引出消费支出的增加；利率的下降会造成本币对外币的贬值并从而增加出口；这一些支出的增加则引起总需求的增大。结果则是 AD 曲线向右平移。在给定的价格水平上，名义货币供给量的减少也即实际货币供给量的减少；按照同样的推演顺序，结果则是 AD 曲线向左平移。

对其他影响 IS 曲线和 LM 曲线的因素如何影响 AD 曲线，都可以作类似的推导。总之，任何使 IS 曲线发生位移的因素都使 AD 作同方向位移；任何使 LM 曲线发生位移的因素也都同样使 AD 作同方向位移。

至于总供给曲线 AS 的位移，都是环绕生产成本是否变化来论证的：价格水平给定，生产成本的提高则意味着利润的下降；利润下降，产出缩减，总供给曲线 AS 向左平移。反之，生产成本的下降则意味着利润的提高；利润提高，产出增加，总供给曲线 AS 向右平移。

总需求与总供给的短期均衡

总需求曲线 AD 表示不同价格水平下产品市场与货币市场都处于均衡状态下的产出水平，或者可理解为在这种条件下人们希望购买的商品和劳务总量；而总供给曲线 AS 表示在不同价格水平下希望出售的商品和服务的总量。所以，总供求曲线的交点决定实际的均衡产出量和价格水平。

关于这个问题是区分短期均衡与长期均衡来分析的。先分析短期均衡。见图 20—10。

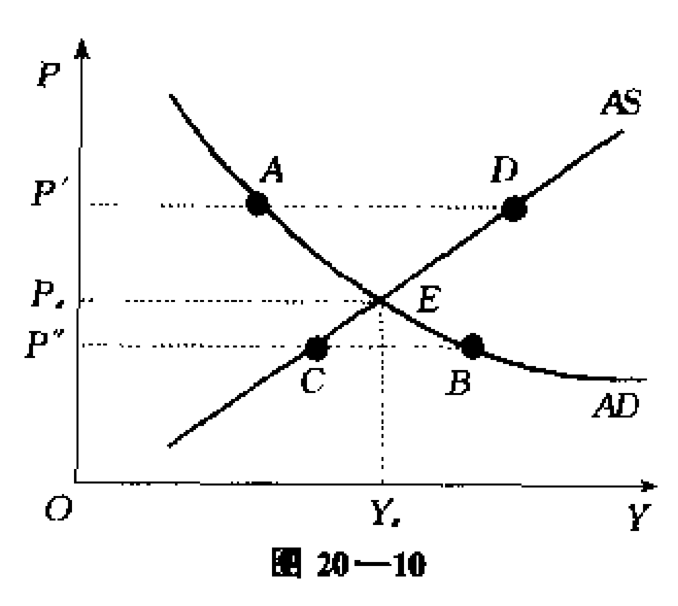


图 20—10

当 AD 曲线和 AS 曲线相交于 E 点时，这时，对应于 E 点的 P_e 为均衡的价格水平；对应于 E 点的 Y_e 为均衡的产出水平。如果说，IS-LM 模型给出的是均

衡利率水平与均衡产出水平的对应关系，那么总需求与总供给模型给出的则是均衡价格水平与均衡产出水平的对应关系。如图 20—10 所示。

所谓短期均衡分析，是分析处于不断变动的价格水平趋向于均衡价格水平的机制。当价格水平 P' 高于 P_e 时，总供给大于均衡价格水平时的产出 Y_e，如图，是处于 AS 曲线上的 D 点；而总需求则小于均衡价格水平时的 Y_e，如图，是处于 AD 曲线上的 A 点。总供给大于总需求，价格水平就会下降，并向 Pe 趋近。反之，当价格水平 P'' 低于 P_e 时，总供给小于均衡价格水平时的 Y_e，如图，是处于 AS 曲线上的 C 点；而总需求则大于均衡价格水平时的 Y_e，如图，是处于 AD 曲线上的 B 点。总供给小于总需求，价格水平就会朝 P_e 的方向上扬。

自然失业率、自然产出率与长期均衡

总供给与总需求不均衡，抽象地说，在价格杠杆的作用下，既会是从总需求方面调整，又会是从总供给方面调整，并使之趋向均衡。然而，随着时间的变动，这种短期调整会发生什么变化，还需要从长期的角度进一步进行分析。

商品、服务的产出构成经济过程的基本方面。虽然市场需求的扩张或紧缩、价格水平的上扬或下降，会促使产出量或增或减，但从长期看，决定产出的根本因素是资本和劳动的投入。

在分析总供给曲线 AS 时，已经分析过，对这个曲线起着关键作用的是生产成本。生产成本提高，总供给曲线左移；生产成本降低，总供给曲线右移。决定生产成本的因素极多，而归根结蒂，最重要的是工资成本。工资成本是高还是低，取决于劳动力市场的状况。经济偏热，劳动力市场供不应求，工资水平提高，从而工资成本、生产成本提高；经济偏冷，劳动力市场供过于求，工资水平下降，从而工资成本、生产成本下降。但劳动力市场有一个特点，即不存在毫无失业的状态。按照西方经济学的"自然失业率"概念，劳动力市场供与求的均衡是处于自然失业率上的均衡，而不均衡则是指偏离自然失业率的劳动力供求对比。

对应着自然失业率的产出称之为产出的自然率水平。在产出的自然率水平——如果用 Y_n 来表示——上的垂线，被视为长期总供给曲线。这在第二节图 20—7 已经给出。其所以用一条垂线表示，是基于这样的观点：从长期看，价格的变动是不能左右实际经济的。面上面说的与价格水平正相关的、向上倾斜的总供给曲线 AS，则是反映了经济中价格与产出的短期相关关系。

如果现在 AD 与 AS 的均衡是失业率高于自然失业率状态下的均衡，那么均衡点必然处于这一垂线的左边，如图 20—11 中的 A 点。由于失业率高于自然失业率，劳动力市场供过于求，工资水平偏低，从而工资成本、生产成本偏低，于

是刺激产出趋于增大，AS 曲线右移，即从产出 Y_a 向右逼近自然产出率水平，并在自然产出率 Y_n 上取得均衡。如果原来 AD 与 AS 的均衡是失业率低于自然失业率状态下的均衡，那么均衡点必然处于这一垂线的右边，如图 20—11 中的 B 点。由于失业率低于自然失业率，即劳动力市场供不应求，工资水平偏高，从而工资成本、生产成本偏高，这就会使产出趋于缩减，AS 曲线左移，即从产出 Y_b 向左逼近基准线，并且也会在自然产出率 Y_n 上取得均衡。因而，处于自然产出率水平垂线上的总供给与总需求的均衡被视为长期均衡。

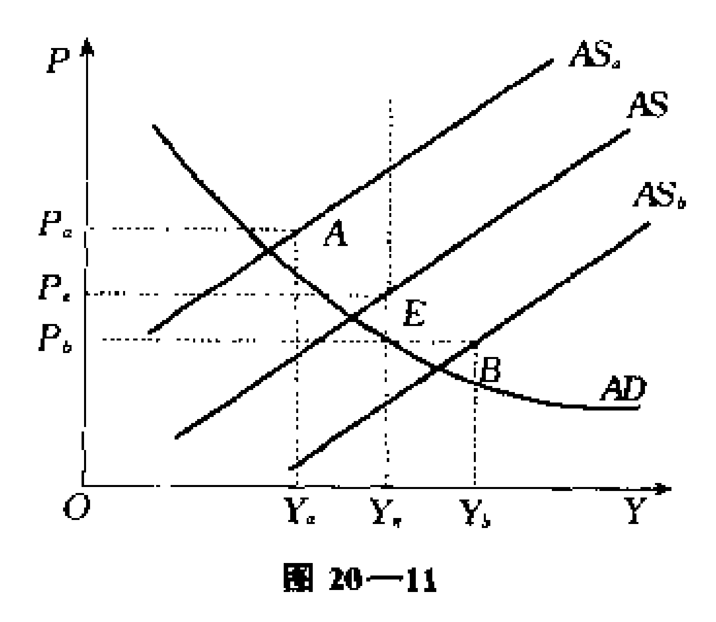


图 20—11

对总供求长期均衡的分析表明，不论经济的初始状态在哪里，只要偏离自然率水平，都存在逐步趋向于自然率水平的机制。应当说，这是经济的一种自我调节机制。

不同的经济学家对上述经济的自我调节机制有着不同的认识，从而提出不同的政策建议。有的经济学家认为，实际生活中工资、价格缺乏弹性，单靠经济的自我校正机制来实现长期均衡，过程太长，必须借助于国家干预；有的经济学家认为，实际生活中工资、价格具有充分的弹性，从而可以依靠经济的自我校正机制来实现长期均衡。但不论有何分歧，却都一致承认存在这样一个总供给与总需求的长期均衡线。

需要指出的是，对于给定的时点，产出的自然率水平 Y_n 可视为给定的。但就一个发展的、增长的经济来说，Y_n 则会不断增大，从而长期总供给曲线是不断右移的。因为决定产出的资源投入，包括劳动力和资本，在经济发展和经济增长的过程中，从长期看，总会不断增大。

总供给与总需求的均衡，从以上的讲述可以看出，包括了商品市场、货币市场和劳动力市场这三个市场的均衡：AD 曲线是 IS-LM 模型加进价格可变因素的延伸，而 IS-LM 模型包含商品市场的均衡和货币市场的均衡；至于 AS 曲线，则体现着劳动力市场均衡的机制。所以，AD-AS 模型容纳了更多的宏观经济信

息，也更加接近于经济生活。对于分析市场经济来说，这一套分析方法是非常有用的。特别是这个模型有助于解释经济如何围绕自然产出率而波动的规律，对经济政策的运用具有较大的参考价值。当然，理论模型毕竟不是经济生活本身。简单以模型套实际，必然难以做出有价值的论断。

第四节 开放经济的模型

向开放经济模型的扩展

把封闭经济的 *IS-LM* 模型扩展到开放经济的条件，其一般均衡模型是 *IS-LM-BP* 模型，即在 *IS* 和 *LM* 两条曲线之外，加上一条 *BP* 曲线——国际收支平衡线。与 *IS-LM* 模型一样，这个一般均衡模型设定价格水平不变。

从一个封闭经济转入一个开放经济，必然增添两个因素：其一，是增添了进出口贸易；其二，是增添了对外的资本流动。还有一个重要因素，即汇率。无论是对外贸易，还是国际资本流动，汇率都起重要作用。而汇率制度多种多样，其两个极端是固定汇率制和浮动汇率制。在不同的汇率制度之下，开放经济取得均衡的过程迥然有别。

本节不准备较为全面地介绍——纵然是力求极其简略地介绍——*IS-LM-BP* 模型，那是“国际金融”课程的内容。如果在读过这节之后，记住有这样一个模型，记住在一个开放经济中，除了 *IS* 与 *LM* 曲线，还要加上一条国际收支平衡线 *BP*，并且这三条曲线交于一点，才意味着一个经济体同时取得对内均衡和对外均衡，或许可以说，已基本达到了要求。

不包括资本流动的 *IS-LM-BP* 模型

当设定不考虑资本流动时，名为国际收支平衡的曲线，实际是只限于表示国际贸易的均衡——进出口既无逆差，也无顺差。

在这样的设定时，*BP* 线是一条与 Y 轴垂直的直线。其所以是一条垂线，是因为在设定无资本流动的条件下，利率对国际收支无直接影响。如图 20—12。

在图 20—12 中，国内的均衡处于 E，对应的产出，也即总收入，为 Y_e。Y_{FB}指示处于充分就业的产出水平；当 Y_e 与 Y_{FB} 重合，是处于充分就业状态的国内均衡。*BP* 线对应的是产出 Y_1。当国际贸易的逆差状态趋于改善，*BP* 线向右平移；当国际贸易的顺差状态趋于消除，*BP* 线向左平移。如果 Y_1 与 Y_e 重合，意味着既有对内均衡，又有对外均衡；如果 Y_1、Y_e 与 Y_{FB}完全重合，则意

味着是在充分就业条件下同时达到内外均衡。

可见，在经济开放的条件下，宏观均衡包含两个层次：对内、对外同时达到均衡；对内、对外同时达到的均衡是趋于充分就业的均衡。

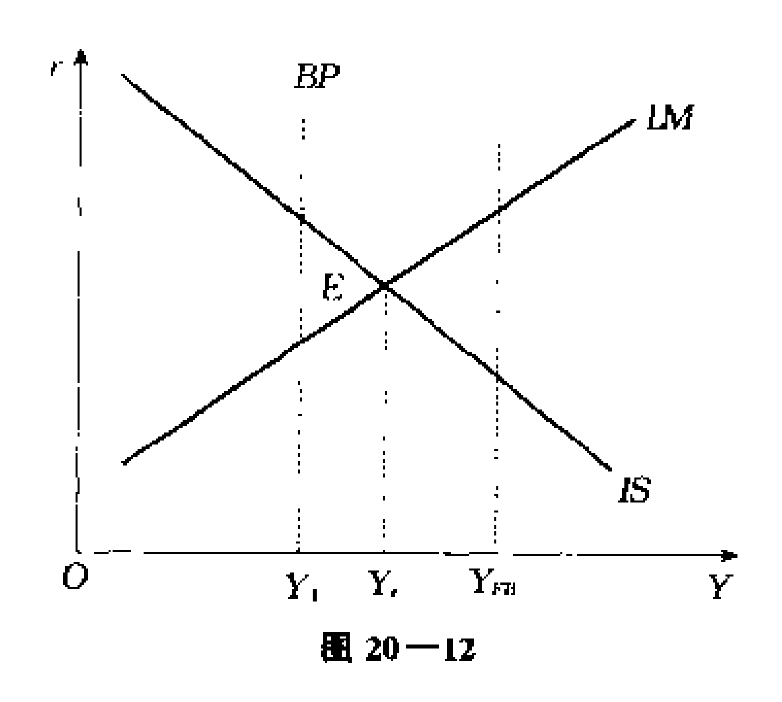


图 20—12

图 20—12 是一个最初始的模型。但要在这个模型框架内，把取得内外均衡的种种可能一一列出，也需要极大的篇幅。这里仅作极为简单的说明：

当存在对外贸易逆差时，曲线 BP 与曲线 IS、LM 不能交于一点。要同时取得对内均衡和对外均衡，即三条曲线交于一点，有两种可能的考虑：

其一，实行紧缩性宏观政策（货币政策或财政政策，或两者同时采用），紧缩支出并从而缩减产出或收入，使 LM 曲线和 IS 曲线的交点 E 向左平移，移到 BP 线上，同时，由 E 决定的 Y_e 左移，与 Y_1 重合；支出缩减，必然影响进出口——或进口需求减少，或国内需求减少而出口增加，当 Y_e 与 Y_1 重合，对外贸易也实现均衡。不过，紧缩性政策导致均衡产出大幅度下降，而且从图 20—12 来看，此时的均衡点偏离充分就业线更远。显然，在现实生活中，这是不会考虑的决策。

其二，是考虑使 BP 右移到 Y_e 之上。要使 BP 右移，可能的措施是贬低本币汇率来调节进出口。假设进口需求是刚性的，那就是通过贬值扩大出口。进出口趋于平衡，BP 右移，趋向 Y_e；如果 Y_e 不动，BP 与 IS、LM 将交于一点。然而，出口增加，其他条件不变，收入增加，Y_e 的均衡态势受到冲击——受到向右移动的压力；如果出口增加的收入完全用来平衡保持进口因本币贬值而增加的支出，总收入不变，则 Y_e 的均衡态势不变。这时，对内、对外同时取得均衡。通过贬值扩大出口并进而取得进出口平衡，这在决策中是经常考虑采用的。但为了实现贬值而引起的宏观变量的变动及其相互作用，是很难像这里所设想

的，可以轻松地保持 Y_e 的均衡态势不变。而且，假如实行的是固定汇率制，那还需另作考虑。

不过更重要的是，如此取得的均衡还不是充分就业的均衡。

要使对内均衡和对外均衡同时是充分就业的均衡，就图20—12，可作这样的分解：一是使 Y_e 右移，移到与 Y_{FB} 重合，即仅就国内角度实现充分就业的均衡；二是令 BP 也向右移到 Y_{FB} 的位置上，求得全面的充分就业的均衡。

为了使 Y_e 右移，并与 Y_{FB} 重合，那就要实行扩张性宏观政策（货币政策或财政政策，或两者同时采用）。扩张政策使 LM 曲线和 IS 曲线的交点右移，直至使均衡点位于充分就业产出线上。但从图上看，此时的 BP 曲线距离均衡点更远，即表示国际贸易收支逆差更大。在现实生活中这是易于解释的：扩张性政策所引起的国内需求的增长，必然导致出口受到抑制和进口需求的增大。

如果说汇率制度允许实施本币贬值，这样的政策自然会考虑到。可是，当 Y_e 处于 Y_{FB} 的左边时，由贬值刺激的出口需求增大可以由产出的扩大来满足，而当 Y_e 已经与 Y_{FB} 重合的条件下，扩大到充分就业的产出水平已不可能再行扩大。因而在扩大出口导致产出增大之际，则需适当调整刺激国内需求的宏观扩张政策力度，并采取调整支出结构的政策，以抑制进口和促使部分国内需求品转为出口。

从以上的分析，可以看出，*IS-LM-BP* 模型对于开放经济也是有用的分析框架。同时可以看出，仅仅增加进出口这一个因素，实现均衡要求，需要的就是复杂的一整套的政策组合。

引进资本流动的 *IS-LM-BP* 模型

增添对外的资本流动，有三种情况：一是对资本流动实施完全管制，从而实际没有资本流动，这种情况同只考虑进出口的模型一样；二是有限的资本流动；三是完全的资本流动。设定汇率浮动的完全资本流动的模型，是有名的蒙代尔－弗莱明模型。

引进资本流动，BP 这条国际收支平衡线就意味着包含了全部国际收支。其中，资本流动与利率直接相关，从而国际收支平衡线 BP 的调整，直接涉及利率——本国利率和外国利率。当然，汇率制度的不同也有关键意义。这就是说，一个包含最基本因素的开放经济均衡模型，无论是用以分析经济自身的均衡机制，还是用以设计国家干预政策，都要按照不同的汇率制度、利率制度和不同的资本市场开放程度，就基本模型演化出许多具体模型。而国家为了均衡的目标，需要的更是一整套复杂政策组合。

在这里，仅介绍两个基本模型：

一是在国际经济联系中，资本完全可以自由流动的模型。资本可以完全自由流动，包含着这样的条件，即该经济体的利率是与国际利率水平接轨的：与国际利率水平稍许有些偏离，都会引起短期资本的迅速流动，并使之复归于国际水平。当存在着资本无障碍地流动，任何经常项目的顺差和逆差均可由资本项目来平衡。从而 BP 线永远处于水平状态，并与 IS 曲线和 LM 曲线的交点相交。如图 20—13。

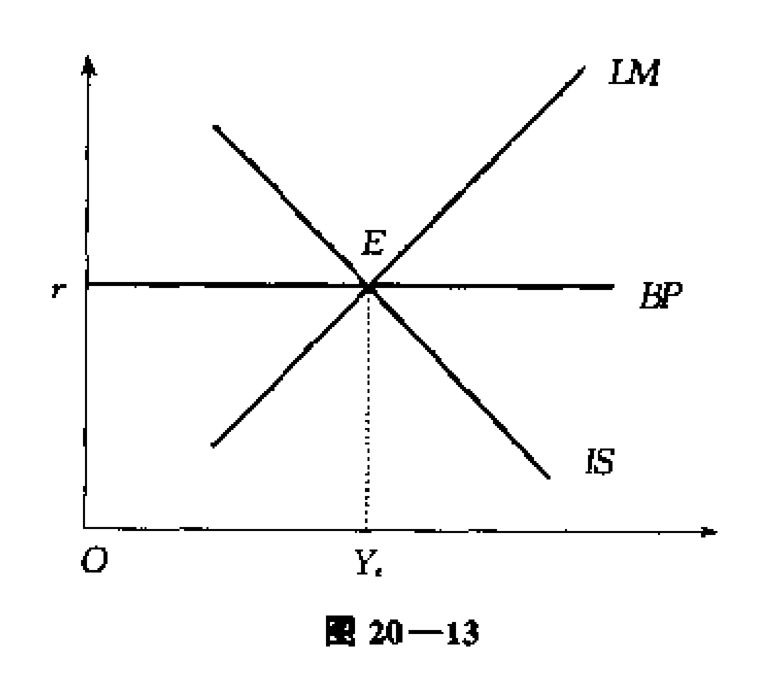


图 20—13

二是在国际经济联系中，资本不是完全可以自由流动的模型。资本不能完全自由流动，可能是由于管制等方面的原因：或是短期资本流动直接有些限制，或是利率的调整有所障碍。在这样条件下的国际均衡线 BP，是一条正斜率曲线。越趋于资本完全流动，BP 线越趋近于水平线；越趋于资本完全不能流动，BP 线越趋于垂直。由于资本流动并非必然使经常项目的差额得到弥补，从而 BP 线并不意味着国际收支的平衡——它与 IS 曲线和 LM 曲线也不必然交于一点。如图 20—14。

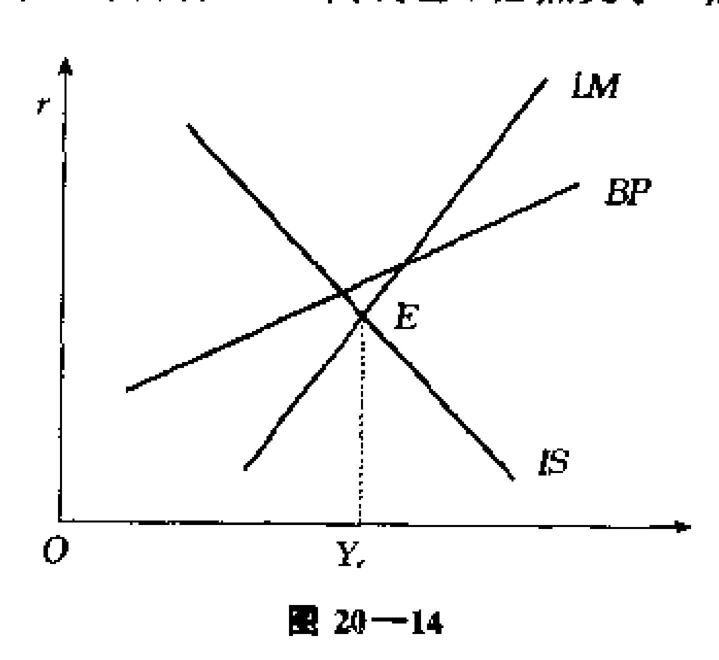


图 20—14

第五节 模型与中国经济环境

IS-LM 模型与中国经济环境

IS-LM 模型的建立，是以典型的市场经济为背景的。建立模型的初衷，是为了集中表述凯恩斯的经济理论并总结他的贡献。从这个角度看，应该说是很成功的——直到今天，该模型依然在教科书中占有重要地位。*IS-LM* 模型受到广泛重视的另一个原因是，它包含了对主要的宏观经济变量的分析，并且能够集中反映不同经济学流派的观点，几乎各个主要的宏观经济学流派都可以通过这个模型进行讨论。此外，*IS-LM* 模型的成功也在于在政策应用上具有很高的价值，能够对宏观经济政策特别是财政政策和货币政策的运用进行模拟和评价。尽管如此，就是在西方经济学界，对于如何解释这一模型以及如何认识这一模型的局限性，也存在着长期的争论。同时，也有不少教科书并不采用这个模型来论证有关的经济学原理。至于如何在实践中运用这一模型解释经济形势和论证决策的选择，更决非套用简单的模型就可轻而易举解决问题的。

IS-LM 模型随着西方经济学的引入已经有较长的时间，但如何把这一模型运用于中国的经济生活，进行深入的分析，却并非易事。其中所碰到的基本问题就是经济条件、经济背景的差异。且不说长期的计划经济条件下的经济运行难以通过这个模型进行研究，就是在今天的中国，市场经济机制已经得到极大发展的情况下，对这个模型的运用仍然有一定的困难。特别是利率，在中国的经济中起不了这个模型依以建立的杠杆作用。

——利率虽已逐步影响货币需求，但货币需求的利率弹性较小。到目前为止，实际使用的预测货币需求的模型仍然只是对利率进行简单的考察甚至于不做考察。

——货币供给已逐步影响利率水平，但它们中间仍无直接的决定作用。到目前为止，货币供应的变动和利率的变动还难以直接地连结起来。

——尽管投融资体制改革已经取得很大进展，但利率对于支出，特别是对于投资支出，仍难以产生有效的调节作用。到目前为止，利率还不能说是决定投资支出的主要变量。

在如此等等的情况下，目前要想直接套用 *IS-LM* 模型来分析中国的经济形势，难以做出有价值的判断；要想直接套用 *IS-LM* 模型进行决策，可能是纸上谈兵。当然，在建立市场经济体制的改革不断推进的情况下，特别是一旦利率的

作用提升到具有对主要经济变量产生决定性影响之际，*IS-LM* 模型的运用自然会有日益广阔的场所。

不过，设计 *IS-LM* 模型的诸多理论概括是具有一般意义的。只要存在商品货币关系的经济，这些概括都是客观必然的反映。中国已向市场机制转轨，这些理论概括应当说有其指导意义。其中如：

——市场需求对市场供给的拉动作用。模型证明，在一定条件下，如果从短期进行考察，需求的增长将带动产出和收入的增长，而供给将随着需求的变化作相应的调整。

——货币供给是市场需求的载体。在模型中，没有货币供应的增加，或者说没有 *LM* 曲线的移动，单纯依靠财政扩大支出增加总需求，必然导致利率的上升，使需求的增长受到限制。所以，货币供给是需求的载体，需求的持续增长必然以货币供应的增长为必要条件。

——货币供给作为外生变量在短期内能够影响产出，因而必然成为政府干预经济的重要手段。

——在短期中，财政政策和货币政策都可以作为扩大产出的手段。但在长期中，单纯通过财政政策和货币政策扩大需求，难以促进产出的持续扩大，等等。

因此，掌握 *IS-LM* 模型的分析思路对于考察宏观问题很有帮助。必须提醒的是，*IS-LM* 模型的论证，如上面所介绍、有许多设定。这在论证模型中是极其必要的。然而，现实经济生活，不只是转轨经济，发达的市场经济也同样，经济环境较之模型的设定要复杂得多。所以，对模型概括的很多结论不能不顾条件地加以运用。只要设定的条件发生变化，结论也会发生变化。例如，前面有关章节曾论述过：

——市场需求并不总是简单决定市场供给，至少往往并非等量地拉动供给；

——货币供给并不总是简单决定市场需求，至少往往并非等量地增减市场需求；

——货币供给也不简单是一个外生变量，比如紧缩货币供给量易，扩张货币供给量难，两方颇不对称；

——财政政策不影响货币供给的设定只是在特定的条件下成立；通常会多多少少给货币供给的数量带来变化……

这一些都是运用 *IS-LM* 模型所不能不注意的。

总供给总需求均衡分析与中国经济环境

与分析 *IS-LM* 模型运用于中国所指出的一样，对于总供给与总需求均衡分析框架，一方面由于经济环境的不同，难以简单套用；另一方面，这一理论和分

析框架又决非毫无用处。

但对于 AD-AS 模型，有一些理论和分析框架需要进一步具体论证能否直接引用。比如，自然失业率、自然产出率，在中国的特定条件下能否在总供给与总需求均衡分析中作为核心来把握？一般说来，构成总供给与总需求均衡分析的三个市场的均衡，在中国也是哪一个都不可忽视的。如果说，过去就业问题由于国有经济中保持着大量隐蔽失业而没有浮现出来之际而被忽视的话，那么今天已不能不予以高度重视。虽然一时还不易论证出自然失业率，但长期总供给曲线的存在似乎还可由其他视角加以论证。例如其中与自然产出率好像相距并不甚远的经济增长底限（其中就包括对解决就业问题的最低要求）和经济增长最高限（这包含着经济可以吸纳的最大的就业量），对于我国的经济进程即有着极强的约束力。

如果从货币政策、货币供给角度来看，总供给与总需求均衡分析中的一些框架用于中国似乎也可以说清问题。例如，1993—1994 年，我国经济运行中存在着需求膨胀，价格上涨，经济增长持续保持高速度。从总供求分析的角度看，可以认为是经济处在高于自然产出率的水平上。中国人民银行采取适度紧缩的货币政策，降低了货币供给的增长速度，使总需求得到控制，AD 曲线向左移动。1996—1997 年，我国宏观经济运行良好，价格相对于 1993—1994 年明显下降，经济增长率保持在比较高的水平上。1998 年前后开始，在各种因素的影响下，我国经济中出现需求明显不足的状况。一方面产出下降，另一方面价格水平长期疲软。如果从总供求分析的角度看，可以认为是经济处在低于自然产出率的水平上。中国人民银行，配合扩张性财政政策的实施，努力促使货币供应保持合理的增长速度，有效地刺激了需求的增长，使 AD 曲线右移，从而促进了经济保持较高的增长速度。

当然，就目前看，针对我国具体经济情况，有效地利用 AD-AS 分析框架，恐怕还需要一段时间的努力。

[复习思考题]

1. 试运用 IS-LM 模型分析前面几章有关宏观均衡的两三个问题。

2. 如果应用 IS-LM 模型分析我国的宏观经济形势和论证宏观经济政策，你认为应该注意什么问题？

普通高等教育“十五”国家级规划教材·金融学

普通高等教育“十五”国家级规划教材·金融学

第五篇

金融监管

第二十一章

金融监管

第一节　金融监管的界说和理论

金融监管及其范围

金融监管（financial regulation；financial supervision）是金融监督和金融管理的复合词。金融监管有狭义和广义之分。狭义的金融监管是指金融主管当局依据国家法律法规的授权对金融业（包括金融机构以及它们在金融市场上的业务活动）实施监督、约束、管制，使它们依法稳健运行的行为总称。广义的金融监管除主管当局的监管之外，还包括金融机构的内部控制与稽核、行业自律性组织的监督以及社会中介组织的监督等。

通常来说，一国的金融监管涉及金融的各个领域，如：

——对存款货币银行的监管；

——对非存款货币银行金融机构的监管；

——对短期货币市场的监管；

——对资本市场和证券业以及各类投资基金的监管；

——对外汇市场的监管；

——对衍生金融工具市场的监管；

——对保险业的监管，等等。

金融监管的基本原则

由于经济、法律、历史、传统乃至体制的不同，各国在金融监管的诸多具体方面存在着不少差异。但有些一般性的基本原则却贯穿于各国金融监管的各个环节与整个过程。

1. 依法管理原则。这有几重含义：一是对金融机构进行监督管理，必须有法律、法规为据；二是金融机构对法律、法规所规定的监管要求必须接受，不能有例外；三是金融管理当局实施监管必须依法行事。只有如此，才能保持监管的权威性、严肃性、强制性和一贯性，才能保证监管的有效性。

2. 合理、适度竞争原则。竞争是市场经济条件下的一条基本规律。金融监管当局的监管重心应放在保护、维持、培育、创造一个公平、高效、适度、有序的竞争环境上：既要避免造成金融高度垄断，排斥竞争，从而丧失效率与活力，又要防止出现过度竞争、破坏性竞争，从而波及金融业的安全和稳定。

3. 自我约束和外部强制相结合的原则。外部强制管理再缜密严格，其作用也是相对有限的。如果管理对象不配合、不愿自我约束，而是千方百计设法逃避、应付、对抗，那么外部强制监管也难以收到预期效果。反之，如果将全部希望寄托在金融机构本身自觉自愿的自我约束上，则不可能有效地避免种种不负责任的冒险经营行为与道德风险的发生。

4. 安全稳定与经济效率相结合的原则。要求金融机构安全稳健地经营业务，历来都是金融监管的中心目的。为此所设置的金融法规和一系列指标体系都是着眼于金融业的安全稳健及风险防范。但金融业的发展毕竟在于满足社会经济发展的需要，追求发展就必须讲求效率。因此，金融监管不应是消极地单纯防范风险，而应是积极地把防范风险同提高金融效率这个最基本的要求协调起来。

此外，金融监管还应该注意如何顺应变化了的市场环境，对过时的监管内容、方式、手段等及时进行调整。进入20世纪90年代以来，金融自由化浪潮一浪高过一浪，金融衍生工具风险、金融业间的收购兼并风潮、风险的国际扩散等等，已经成为金融监管当局高度关注的问题。监管力度的松紧搭配，管理更需审慎、强化等，已经上升为基本原则的一个重要延伸部分。

金融监管的理论依据

金融监管理论，是在政府管制理论的基础上，结合对金融业特殊性的分析，发展和完善起来的。目前，金融监管的理论依据主要有：社会利益论、金融风险论、投资者利益保护论以及管制供求论与公共选择论。它们的论证各有自己的侧重点，但相互之间也有一定的交叉。

1. 社会利益论

该理论认为，金融监管的基本出发点首先就是要维护社会公众的利益。而社会公众利益的高度分散化，决定了只能由国家授权的机构来履行这一职责。社会利益论源于20世纪30年代的美国经济危机。当时人们迫切要求政府通过金融监管来改善金融市场和金融机构的低效率和不稳定状态，以恢复公众对存款机构和货币体系的信心。

现代的社会并不存在纯粹的市场经济。自由竞争的市场机制不仅不能完全保证资源的最优配置，有时还会造成资源浪费和社会福利的损失。按照经济学的一般原理，当某一经济主体的经济活动存在着某种外在效益时，其自我运行所追求的利益目标就有可能与社会利益目标发生冲突。这就需要代表社会利益的国家对其活动进行必要的干预，使其行为尽量符合社会公众的利益。

历史经验表明，单个金融机构的行为往往存在着一定的“负外部性（minus externality)”。例如，在其他条件不变的情况下，一家银行可以通过其资产负债的扩大，资产对资本比例的扩大，来增加盈利能力。这当然会使风险增大。但由于全部的风险成本并不是完全由该银行自身，而是由整个金融体系乃至整个社会经济体系来承担，这就会使该银行具有足够的动力通过增加风险来提高其盈利水平。如果不对其实施监管和必要的限制，社会公众的利益就有很大可能受到损害。同时，金融体系的公共物品（public goods）特性，还使其具有明显的“正外部性（plus externality)”。这就决定了要么在政府主导下来构建金融体系；要么以私人部门为基础构建金融体系，但政府要通过限制过度竞争的制度安排，给予私人部门适当的保护。在当前市场经济国家由私人部门构建金融体系的情况下，包含市场准入限制的金融监管，就可以起到限制金融业过度竞争和在私人金融部门中形成一定的监管利益，从而达到对金融业进行间接补贴、稳定金融体系的作用。

简单概括这一理论的观点，那就是：市场缺陷的存在，有必要让代表公众利益的政府在一定程度上介入经济生活，通过管制来纠正或消除市场缺陷，以达到提高社会资源配置效率、降低社会福利损失的目的。当然，管制也会带来额外的成本，可能会对金融体系运行的效率产生不利影响。但该理论认为，只要监管适

度，就可以在增进社会公众整体利益的同时，将管制带来的成本降到最低水平。

2. 金融风险论

该理论主要从关注金融风险的角度，论述了对金融业实施监管的必要性。

首先，金融业是一个特殊的高风险行业。与一般企业不同，金融业高负债率的特点，决定了金融业的资金主要来源于外部。以银行业为例，其资本只占很小的比例，大量的资产业务都要靠负债来支撑，并通过资产负债的匹配来达到盈利的目的。在其经营过程中，利率、汇率、负债（主要是存款）结构和规模、借款人偿债能力等因素的变化，使得银行业时刻面临着利率风险、汇率风险、流动性风险和信用风险，成为风险集聚的中心。而且，金融机构为获取更高收益而盲目扩张资产的冲动，更加剧了金融业的高风险和内在不稳定性。以银行为例，当社会公众对其失去信任而挤提存款时，银行就会发生支付危机甚至破产。

其次，金融业具有发生支付危机的连锁效应。在市场经济条件下，各种金融工具的存在，都是以信用为纽带；社会各阶层以及国民经济的各个部门，都通过债权债务关系紧密联系在一起。因而，作为整个国民经济中枢的金融体系，其中任一环节出问题，都会引起牵一发而动全身的后果。不仅单个金融机构陷入某种危机，极易给整个金融体系造成连锁反应，进而引发普遍的金融危机，更进一步，由于现代信用制度的发达，一国的金融危机还会影响到其他国家，并可能引发区域性甚至世界性的金融动荡。这就是人们常说的存在于金融体系内的“多米诺效应”。

再者，金融体系的风险，直接影响着货币制度和宏观经济的稳定。信用货币制度的确立，在货币发展史上具有极其重要的意义，它极大地降低了市场交易的成本，提高了经济运行的效率。但与此同时，实体经济对货币供给的约束作用也越来越弱；货币供给超过实体经济需要而引发通货膨胀的过程一直对许多国家形成威胁。另一方面，存款货币机构的连锁倒闭又会使货币量急剧减少，引发通货紧缩，并将经济拖人萧条的境地。

金融风险的内在特性，决定了必须有一个权威机构对金融业实施适当的监管，以确保整个金融体系的安全与稳定。

3. 投资者利益保护论

在设定的完全竞争的市场中，价格可以反映所有的信息。但在现实中，大量存在着信息不对称的情况。

这种信息不对称的存在，会导致交易的不公平。在信息不对称或信息不完全的情况下，拥有信息优势的一方可能会利用这一优势来损害信息劣势方的利益。

如证券经营机构的员工和外部投资者相比，具有明显的信息优势；特别是他们会比一般的投资者掌握更充分的市场动态信息。同样，对于银行和保险公司的经营管理者来说，对自己所在金融机构的风险，也会比存款人和投保人更加了解。由于这些金融机构比投资者（是指包括存款人、证券持有人和保单持有人等在内的对某一资产拥有权益的人）拥有更多的信息，他们就有可能利用这一信息优势为自己牟取利益，而将风险或损失转嫁给投资者。

保护投资者利益，对整个金融体系的健康发展至关重要，是显而易见的。这就提出了这样的监管要求，即有必要对信息优势方（主要是金融机构）的行为加以规范和约束，以为投资者创造公平、公正的投资环境。

4. 管制供求论与公共选择论

管制供求论将金融监管本身看成是存在供给和需求的特殊商品。在管制的需求方面，金融监管是那些想要获得利益的人所需要的。比如，现有的金融机构可能希望通过金融监管来限制潜在的竞争者；消费者需要通过监管促使金融机构提高服务质量、降低服务收费。在管制的供给方面，政府官员提供管制是为了得到对自身政绩更广泛的认可。由此可见，是否提供管制以及管制的性质、范围和程度最终取决于管制供求双方力量的对比。根据管制供求论，监管者具有通过过度监管来规避监管不力的动机。但这样却可能增加被监管者的成本，降低被管制行业的效率，并从而受到抵制。

公共选择论（public choice theory）与管制供求论有很多相似之处：它同样运用供求分析法来研究各利益集团在监管制度提供过程中的相互作用。不同之处在于，该理论强调"管制寻租"的思想，即监管者和被监管者都寻求管制以牟取私利。监管者将管制当做一种"租"，主动地向被监管者提供以获益；被监管者则利用管制来维护自身的既得利益。

金融监管成本

金融监管必然要付出成本；没有成本的金融监管是不可想像的。假如成本过大，大到金融监管难以实施的程度，则金融监管不能成立。就整体来说，在市场经济体制下，比较金融监管的社会成本与监管所能带来的社会效益孰大孰小并不容易，特别是定量分析。上面关于必须实施金融监管的观点实际包含这样的潜台词：金融监管所能带来的社会效益必然大于监管的社会成本。但由于主要是定性分析，所以在比较时就会有较大的分歧意见。一个极端是只强调监管，而忽视成本；另一个极端则是高估成本以致否定监管。就具体的金融监管措施来说，成本与效益的比较则是时时摆在面前的问题，也易于进行定量分析。但大多具体措施

都不是孤立的。只要放在较大的背景上，成本与效益的比较也不是简单的算题。无论如何，必须肯定的一点是：在金融监管问题中，与其他许多经济问题一样，成本与效益的关系是必然存在；因而判断的基本根据不是抽象的道理而是利弊的权衡。

以波斯纳和斯蒂格勒为代表的芝加哥学派建立的监管经济学理论，主要研究监管的成本及其负面作用。对于金融监管成本，大致分为显性成本和隐性成本两个部分。显性成本主要表现为监管的直接成本，如金融监管当局的行政预算支出。隐性成本则主要表现为间接成本，如过度监管导致的效率损失和道德风险等。一般来说，金融监管越严格，其成本也就越高。

具体来说，金融监管的成本主要表现为以下几个方面：

1. 执法成本。这是指金融监管当局在具体实施监管的过程中产生的成本。它表现为监管机关的行政预算，也就是以上提到的显性成本或直接成本。执法成本的一部分由被监管的金融机构承担，其余部分由政府预算来补充。由于金融监管当局关注的是监管目标的实现，而较少考虑降低监管成本，从而有可能造成监管成本过高的现象。

2. 守法成本。它是指金融机构为了满足监管要求而额外承担的成本损失，通常属隐性成本。它主要表现为金融机构在遵守监管规定时造成的效率损失。如为了满足法定准备金要求而降低了资金的使用效率；由于监管对金融创新的抑制从而限制了新产品的开发和服务水平的提高等。

3. 道德风险。金融监管可能产生的道德风险大致可以包括三个方面：第一，由于投资者相信监管当局会保证金融机构的安全和稳定，会保护投资者利益，就易于忽视对金融机构的监督、评价和选择，而只考虑如何得到较高的收益。这就会导致经营不良的金融机构照样可以通过提供高收益等做法而获得投资者的青睐，无疑，这会增加整个金融体系的风险。第二，保护存款人利益的监管目标，使得存款人通过挤兑的方式向金融机构经营者施加压力的渠道不再畅通。存款金融机构可以通过提供高利率吸收存款，并从事风险较大的投资活动。这也会人为地提高金融体系的风险。第三，由于金融机构在受监管中承担一定的成本损失，因而会通过选择高风险、高收益资产的方式来弥补损失。这显然和监管的初衷相悖，并会造成低风险金融机构补贴高风险金融机构的不良后果，导致金融机构间的不公平竞争。此外，监管过度还会导致保护无效率金融机构的后果，从而造成整个社会的福利损失。这些无法具体量化成本，构成金融监管隐性、间接成本的重要组成部分。

金融监管失灵问题

布坎南等人提出并发展的公共选择理论认为，虽然政府管制可以在一定程度上纠正市场缺陷，但政府同样也会面临着失灵问题，即政府管制并不必然能够实现资源的有效配置。以监管失灵来否定金融监管的必要性，至少从实践来看是不成立的。但在推进金融监管时，不把“失灵”问题置于考虑、权衡之中也是不利于监管的。

1. 监管者的经济人特性。从理论上讲，金融监管机关作为一个整体，是社会公众利益的代表者，能够在某种程度上超越具体的个人利益。但具体到单个的监管人员来说，由于他们也是经济人，也具有实现个人利益最大化的动机时，当掌握着垄断性的强制权利时，很容易被某些特殊利益集团俘获，并成为他们的代言人。作为交换，监管者可以获得相当丰厚的回报。监管者离任后可以在被监管部门获得待遇优厚的工作，就可见一斑。

2. 监管行为的非理想化。这主要表现为，尽管监管者主观上想尽力通过监管最大限度地弥补市场缺陷，但由于受到各种客观因素的制约，最终却不一定能够实现其良好的愿望，亦即监管行为不能达到理想化的目标。制约监管效果的客观因素如：

——由于监管者对客观规律的认识具有局限性，即使信息相对完备，也可能做出错误的决策。

——监管者面临着信息不完备问题，是造成监管行为非理想化的最重要原因。主要表现为被监管者为了自身的利益故意隐瞒实情，甚至向监管者传递虚假的信息。在这种情况下，即使监管者对客观规律具有完全的认识，也不可能做出正确的决策。

——监管时滞问题。这表现为监管当局对金融现象的认识，对是否采取措施和采取何种措施，以及从采取措施到产生效果，都可能产生滞后现象。由于监管者不能够适时推出恰当的监管措施，也不能够及时纠正错误或不当的措施，金融监管的有效性也就值得怀疑。

3. 作为监管制度的制定和实施者，金融监管机关处于独特的地位，它们几乎受不到来自于市场的竞争和约束，也就没有改进监管效率的压力和动机。这必然会导致监管的低效率。而且，金融监管机关具有政府部门的科室结构，其运作机制和一般的政府部门也无大区别，极易导致监管的官僚主义行为。

第二节　金融监管体制

金融监管体制及其类型

金融监管体制，指的是金融监管的制度安排，它包括金融监管当局对金融机构和金融市场施加影响的机制以及监管体系的组织结构。由于各国历史文化传统、法律、政治体制、经济发展水平等方面的差异，金融监管机构的设置颇不相同。

根据监管主体的多少，各国的金融监管体制大致可以划分为单一监管体制和多头监管体制。

1. 单一监管体制

这是由一家金融监管机关对金融业实施高度集中监管的体制。目前，实行单一监管体制的发达市场经济国家有：英国、澳大利亚、比利时、卢森堡、新西兰、奥地利、意大利、瑞典、瑞士等国。此外，大多数发展中国家，如巴西、埃及、泰国、印度、菲律宾等国，也实行这一监管体制。

单一体制的监管机关通常是各国的中央银行，也有另设独立监管机关的。监管职责是归中央银行还是归单设的独立机构，有时也会转移。以英国为例，英国1979年的银行法，正式赋予英格兰银行金融监管的职权。直到1997年以前，英格兰银行在承担执行货币政策和维护金融市场稳定的职责的同时，还肩负着金融监管的责任。在1997年10月28日，英国成立了金融服务局（FSA），实施对银行业、证券业和投资基金业等金融机构的监管，英格兰银行的监管职责结束。

2. 多头监管体制

多头监管体制是根据从事金融业务的不同机构主体及其业务范围的不同，由不同的监管机构分别实施监管的体制。而根据监管权限在中央和地方的不同划分，又可将其区分为分权多头式和集权多头式两种。

实行分权多头式监管体制的国家一般为联邦制国家。其主要特征表现为：不仅不同的金融机构或金融业务由不同的监管机关来实施监管，而且联邦和州（或省）都有权对相应的金融机构实施监管。美国和加拿大是实行这一监管体制的代表。

实行集权多头式监管体制的国家，对不同金融机构或金融业务的监管，由不同的监管机关来实施，但监管权限集中于中央政府。一般来说，该体制以财政部和中央银行为监管主体，日本和德国是采用这一监管体制的典型代表。法国、新

西兰等国也采用这一监管体制。

美国的金融监管体制

美国的金融监管由多个部门承担，属于典型的多头监管体制。而且对金融机构的监管实行双轨制，即联邦和各州都有权对金融机构的注册进行审批并实施监管。在联邦一级，主要有以下7个监管机构，职能有所交叉，又有各自的监管重点：

1. 联邦储备体系。其监管对象为所有的存款机构，负责审核所有作为储备系统成员的银行的账簿，核查准备金是否满足要求。

2. 货币监理署（the Office of Comptroller of the Currency）。其监管对象为在联邦注册的商业银行，负责这些银行的注册登记并检查其账簿，对其持有资产的范围作限制规定。

3. 联邦存款保险公司（FDIC）。其监管对象为商业银行、互助储蓄银行和储蓄贷款协会，为投保银行的存款户10万元以下的存款提供保险，审核投保银行账簿并限制其持有资产的范围。

4. 全国信用社管理局（NCUA）。其监管对象为在联邦注册的信用社，负责它们的注册登记，检查其账簿，并对其持有资产的范围作限制规定。

5. 储蓄监管局。其管理对象为储蓄贷款协会，主要职责是审核它们的账簿并限制其持有资产的范围。

6. 证券交易委员会（SEC）。其监管对象为有组织的交易所和金融市场，其职责是要求公开信息和限制“内幕”交易。

7. 商品期货交易委员会（CFTC）。负责对期货市场的交易过程实行监管。

除了中央一级的金融监管机构外，还存在州一级的监管机构。如州银行和保险委员会，负责本州注册的银行和保险公司的登记注册、检查其账簿、对其持有资产的范围和分支机构的设置做出限制规定。美国各州也设有证券监管的分支机构，负责监督本州的证券发行，并对本地的证券商实施监管。

日本的金融监管体制

集权多头式监管体制可举日本为代表。日本是一个高度中央集权的国家，国家对经济的干预有着悠久的历史，曾经对日本经济的快速发展起到了至关重要的作用。在1998年6月22日日本金融监督厅组建以前，大藏省和日本银行共同承担着金融监管的职责。大藏省的银行局和国际金融局是主要的监管机构，由其依据银行法和其他行政法规行使检查权。日本银行是货币政策的执行者，并对在它

那里开设往来账户或者需要从日本银行取得贷款的金融机构实施监管。在行政上，日本银行接受大藏省的领导，但作为中央银行，其在金融政策的决定和实施方面，又具有相对的独立性。

日本金融监督厅的组建，标志着以财政、金融分离为核心的日本金融体制改革的开始。这次改革将金融监管的职能从大藏省分离出来，交由金融监督厅负责，但金融制度的计划和立案仍由大藏省所属的金融企划局负责。2000 年 7 月 1 日，日本政府合并了金融监督厅和原大藏省的金融企划局，成立金融厅，全面负责金融制度的计划、立案和金融监管。但作为中央银行的日本银行，其职能并没有实质改变，在金融监管的问题上，它将配合金融厅确保金融监管目标的实现。这就是说，日本的金融监管体制仍然属于集权多头式，尽管负责金融监管的具体部门实现了更迭。

对中央银行监管地位的不同观点

现实生活中，大多的中央银行兼任实施货币政策和金融监管两项职责。对于中央银行在实施货币政策中的重要作用，几乎很少有人提出疑问。但对于是否由中央银行承担金融监管的职责，却存在不同的声音。这一问题事实上包含两个层次：(1) 金融监管和货币政策的关系问题；(2) 在认定这两个职能高度相关的情况下，是否应将这两种职能统一于中央银行的问题。

对于金融监管和货币政策的关系，米尔顿·弗里德曼和尤金·法马的观点具有代表性。

在 1959 年出版的《货币稳定论纲》中，弗里德曼认为，适度稳定的金融体系是市场经济有效运行的先决条件，政府应当承担提供稳定的职能。他分析，履行支付结算和防止相关欺诈行为的特殊困难性，使得货币政策和对银行业的监管高度相关。同时，由于货币具有的广泛渗透性，使得银行业对国民经济的各个产业都会产生重大影响，要使货币政策达到预期的目标，必须有对银行业的监管相配合。1986 年，弗里德曼在《政府在货币体系中有作用吗?》一文中，再次强调了这样的观点。

尤金·法马对这一问题持有完全不同的看法。他在 1987 年提出：货币政策的实施不需要金融监管的配合。他认为，控制通货膨胀和监管银行业无任何关系。存款虽然是保存和转移财富的有效方式，但决不是惟一的方式。因而试图通过金融监管来控制物价，作用相当有限。他还认为，通过金融监管来实施货币政策的结果，只能是迫使金融机构由要求缴纳准备金的负债业务，转向无须缴纳准备金的负债业务。而且，信息技术和金融创新的发展，也为这一转换提供了条件。他

的这些观点，是对货币政策和金融监管的相关性提出质疑。

如果说货币政策和金融监管完全无关或者相关度很低，就无须讨论中央银行的监管地位问题。那么，在认定货币政策职能和金融监管职能具有较高相关度的前提下，是否就能肯定中央银行必须实施金融监管职责？对这一问题也有不同观点。

一种观点认为，尽管实施货币政策的职能和金融监管责任有时会发生冲突，但只有中央银行才能有效地协调这两项职能，因而不仅要让中央银行负责金融监管，还应当通过立法扩展其监管权力。首先，货币政策的有效实施要通过金融机构，主要是银行的传导才能实现。为此，必须充分了解金融机构运行情况的信息。而由中央银行承担金融机构的监管职责，是及时、准确获取这一信息的有效途径。其次，在实施金融监管方面，中央银行具有特殊的信息优势。中央银行是银行的银行，扮演着银行业的票据清算、准备金存放、再贴现和最后贷款人的角色。这使得它能够及时获取金融监管所必需的信息。最后，中央银行的人才和技术优势，也使得它在进行专业性、技术性很强的金融监管方面，具有特殊的优势。

不同的观点则认为，货币政策职能和金融监管职能是两种不同的职能，应当交由法律界限清晰的不同机构来执行。这是因为，由中央银行负责金融监管是有害的。首先，中央银行负责金融监管会导致金融机构和社会公众的道德风险。在中央银行负责金融监管的情况下，金融机构和社会公众都会产生中央银行保护金融业的预期。在这种预期下，金融机构可能会倾向于从事高风险、高收益的投资活动；社会公众也会放松对金融机构的监督，失去甄选金融机构的动力。其次，中央银行可能出现的监管失误和两难选择，会损害货币政策的声誉和严肃性。

金融业自律

对于一国金融体系的稳定，金融业自律的作用极为重要。

自律是指同一行业的从业者组织，基于共同利益，制定规则，自我约束，实现本行业内部的自我监管，以保护自身利益并促进本行业的发展。

一般来说，金融业自律的组织形式主要为金融行业公会。这是一种金融业自我管理、规范和约束的民间组织。它通过行业内部管理，避免参与主体之间的不正当竞争并促进彼此间的协作，与政府监管当局共同维护金融业的安全和稳定。金融行业公会作为金融业自律的组织形式，主要有如下四个方面的功能：

1. 协调功能。为了维护和增进行业的共同利益，妥善处理各会员单位的利益冲突，加强会员之间的联系，增进彼此间的友谊，避免恶性竞争的出现；促使

会员单位能够在国家规定的经营权限内开展业务，从而有利于整个监管目标的实现。

2. 服务功能。这包括建立会员间的服务网络和广泛的信息渠道，了解国内外金融业的发展态势，对金融业的未来发展趋势进行分析、研究和预测、在金融同行间交流经验和教训，推动金融创新的发展。同时，它还肩负着为会员单位培训员工，加强金融业对外交流的职责。

3. 沟通功能。主要表现为在金融机构和监管当局之间以及各金融机构之间架起沟通的桥梁，促进彼此之间的交流，以达到相互理解、信任和支持的目的。一方面，它作为会员单位的代表，向监管当局反映会员的要求和建议，保护会员单位的合法权益；另一方面，它还接受监管当局的委托，执行某些监管机构不宜执行或执行效果欠佳的管理职能。

4. 监督功能。它通过建立举报监督系统，强化会员金融机构的自律和互律，并对违规会员做出相应的处罚，维护和提高金融业的整体利益和社会形象。

在许多国家和地区，金融行业公会的自律管理一直发挥着重要的作用。随着金融自由化的向前推进和金融创新的发展，各国都越来越重视发挥金融业自律管理的作用。

金融机构的内部控制

就整个金融监管体系来说，监管当局的监管是外部的全方位监管。金融行业公会的职能在于通过行业内部的自律和互律，实施行业内部的监管。但不论是政府的监管目标还是行业的监管目标，必须通过金融业微观主体加强内部控制，主动防范和规避风险，实现审慎管理和稳健经营，才能得以实现。金融机构的内部控制在整个监管体系的设计中，具有基础性地位。金融机构的内控机制建设，不仅对金融机构自身业务的健康发展，而且对整个金融体系的稳定，都有着重要的影响。

近年来，金融机构的内部控制受到普遍重视。在风险日益加大的背景之下，内控机制的作用显得越来越突出。特别是巴林银行、大和银行、山一证券等大型金融机构的倒闭事件，更引起了整个金融业界对金融机构内控机制健全与否的警觉。这些事例清楚说明，如果内部控制不到位，仅仅某一个环节出现纰漏，完全有可能对整个金融机构造成致命的打击。很多金融机构已经将风险管理技术应用于内部控制；并且将审慎、严密的内部控制机制的建设，与公司文化和组织体系等方面的建设紧密结合。

中国的金融监管体制

我国当前的金融监管体制，属于集权多头式。在2003年十届全国人民代表大会第一次会议之前，是由中国人民银行、中国证券监督管理委员会（简称中国证监会）、中国保险监督管理委员会（简称中国保监会）三方共同承担着对我国金融业的监管职责。具体来说，中国人民银行主要负责银行、信托业的监管；中国证监会主要负责证券市场、证券业和投资基金的监管；中国保监会主要负责保险市场和保险业的监管。监管权限高度集中于中央政府。

1. 中国人民银行的监管职能

在我国，除明确的证券市场和保险市场之外，中国人民银行金融监管的覆盖面扩及整个金融领域；只要属于金融领域而又无明文规定由其他专门机构管理的，均属于中国人民银行关注的范围。但其主要的监管领域则是存款货币银行。

《中华人民共和国中国人民银行法》中明确规定：中国人民银行依法对金融机构及其业务实施监督管理。所指的金融机构，其主要部分是存款货币银行。在《中华人民共和国商业银行法》中则明确规定：商业银行依法接受中国人民银行的监督管理。监管的主要方面是：

（1）存款货币银行的设立、变更、终止，其审批权在中国人民银行。未经中国人民银行批准，任何单位和个人不得从事吸收公众存款等商业银行业务，任何单位不得在名称中使用“银行”字样。

（2）中国人民银行根据商业银行法所列准许经营的各项业务分别批准各银行的经营范围。存款货币银行不得违背分业经营、分业管理的原则从事信托投资和股票业务，不得投资于非自用不动产，不得向非银行机构和企业投资以及从事其他不准许的经营活动。

（3）监督存款货币银行在开展业务活动时遵守所应遵守的基本原则及行为准则。如保障存款人合法权益不受任何单位和个人侵犯；遵守资产负债比例管理规定；不得向关系人发放信用贷款；禁止利用短期同业拆入资金发放固定资产贷款或用于投资；不得违反规定提高或降低利率以及采用其他不正当手段吸收存款、发放贷款等。同时，维护存款货币银行依法拒绝任何单位和个人强令发放贷款或提供担保的权利。

（4）要求存款货币银行建立、健全对存款、贷款、结算、呆账等各项情况的稽核、检查制度，中国人民银行有权对制度执行情况随时进行检查监督。存款货币银行已经或者可能发生信用危机，严重影响存款人利益时，中国人民银行可以对该银行实行接管。

2003年初，根据十届人大会议批准的国务院改革方案，建立中国银行业监

督管理委员会（简称银监会），执行原来由中国人民银行执行的对银行、资产管理公司、信托投资公司及其他存款类金融机构的监督管理。

2. 中国证监会的监管职能

中国证监会是我国证券市场的监管机构。根据《中华人民共和国证券法》的规定，由国务院证券监督管理机构依法对证券市场实行监督管理，维护证券市场秩序，保障其合法运行。

在对证券市场实施监督管理的过程中，证券监管机构履行下列职责：

（1）制定有关证券市场监督管理的规章、规则，并依法行使审批或者核准权；

（2）依法对证券的发行、交易、登记、托管、结算，进行监督管理；

（3）依法对证券发行人、上市公司、证券交易所、证券公司、证券登记结算机构、证券投资基金管理机构、证券投资咨询机构、资信评估机构以及从事证券业务的律师事务所、会计师事务所、资产评估机构的证券业务活动，进行监督管理；

（4）依法制定从事证券业务人员的资格标准和行为准则，并监督实施；

（5）依法监督检查证券发行和交易的信息公开情况；

（6）依法对证券业协会的活动进行指导和监督；

（7）依法对违反证券市场监督管理法律、行政法规的行为进行查处；

（8）法律、法规规定的其他职责。

3. 中国保监会的监管职能

中国保监会是我国保险市场的监管机构。根据《中华人民共和国保险法》的规定，保险监督管理机构在对我国保险业实施监管时，履行下述职责：

（1）审批保险公司及其分支机构和代表处的设立、变更和撤销；保险代理人、保险经纪人资格的审批和撤销；依法对问题严重的保险公司实行接管，并组织对依法破产保险公司的清算等。

（2）依法核定保险公司的业务范围，保险公司只能在被核定的业务范围内从事保险经营活动。保险公司不得兼营保险法及其他法律、行政法规规定以外的业务。

（3）依法监督保险公司在开展业务活动时遵守所应遵守的基本原则及行为准则。如保险公司应按照规定提取和结转各项准备金；遵守保险业务范围的规定；遵守最低偿付能力、单位危险最大可能赔偿额的规定；遵守再保险、保险资金运用的相关规定；遵守诚实信用原则等。依法监督保险代理人、保险经纪人的业务活动。依法处罚违规经营的保险公司、保险代理人及保险经纪人。

（4）建立健全保险公司偿付能力监管指标体系；制定保险公司提取和结转责任准备金的具体办法；制定保险保障基金管理使用的具体办法；制定再保险的有关规定；核准保险公司对危险单位的计算办法和巨灾风险安排计划等。

（5）依法检查保险公司、保险代理人及保险经纪人的业务状况、财务状况及资金运用状况，有权要求它们在规定的期限内提供有关的书面报告和资料。保险公司、保险代理人及保险经纪人应依法接受监督检查。

（6）审批关系社会公众利益的保险险种，依法实行强制保险的险种和新开发的人寿保险险种等的保险条款和保险费率，制定审批的范围和具体办法。审批时，保险监管机构应当遵循保护社会公众利益和防止不正当竞争的原则。其他保险险种的保险条款和保险费率，应当报保险监管机构备案。

第三节　银行监管的国际合作

关于金融监管国际协调的全面讲述将在下一章进行，这节先讲对银行的国际监管。

银行监管的国际合作是客观需要

20 世纪 80 年代以来的金融国际化趋势，使得跨国银行和国际资本的规模及活动日益扩大，呈现纵横交错、无所不及的格局。随之而来，金融风险的国际扩散威胁着各国的金融稳定。关于这个问题，前面有关的地方已从不同角度涉及，后面也还有较为集中的分析。

无论是跨国银行的活动还是资本的国际流动，各国金融监管当局大多有一些监管措施。至于对国际金融舞台，单单依靠各国管理当局的分别监管则难以加以规范。因而，客观要求推动金融监管的国际合作。

在这方面，首先推动的是对跨国银行的国际监管。早在 1975 年，由十国集团国家的中央银行行长建立了“巴塞尔银行监管委员会”。1987 年 12 月国际清算银行召开中央银行行长会议通过“巴塞尔提议”。在“提议”基础上，于 1988 年 7 月由巴塞尔银行监管委员会通过《关于统一国际银行的资本计算和资本标准的协议》，即有名的《巴塞尔协议》。

下面，对《巴塞尔协议》以及后来巴塞尔银行监管委员会所通过的一系列重要文件作简要介绍。

《巴塞尔协议》

《巴塞尔协议》的目的在于：（1）通过制定银行的资本与其资产间的比例，订出计算方法和标准，以加强国际银行体系的健康发展；（2）制定统一的标准，以消除国际金融市场上各国银行之间的不平等竞争。

该协议的主要内容有：

第一，关于资本的组成。把银行资本划分为核心资本和附属资本两档：第一档核心资本包括股本和公开准备金，这部分至少占全部资本的50%；第二档附属资本包括未公开的准备金、资产重估准备金、普通准备金或呆账准备金。

第二，关于风险加权的计算。协议订出对资产负债表上各种资产和各项表外科目的风险度量标准，并将资本与加权计算出来的风险挂钩，以评估银行资本所应具有的适当规模。

第三，关于标准比率的目标。协议要求银行经过5年过渡期逐步建立和调整所需的资本基础。到1992年底，银行的资本对风险加权化资产的标准比率为8%，其中核心资本至少为4%。

巴塞尔委员会于1991年11月重新详细定义了可计人银行资本用以计算资本充足率的普通准备金与坏账准备金，以确保用于弥补未来不确定损失的准备金计人附属资本，而将那些用于弥补已确认损失的准备金排除在外。

这个协议的影响广泛而深远，而廿几年来，不仅跨国银行的资本金监管需视协议规定的标准进行，就是各国国内，其货币当局也要求银行要遵循这一准则，甚至以立法的形式明确下来。自1988年以来，巴塞尔协议不仅在成员国的银行获得实施，而且在成员国之外也获得逐步实施，逐渐发展为国际社会所认可的银行监管标准。中国的商业银行法中规定，商业银行的资本充足率不得低于8%。

进入20世纪90年代，特别是90年代中期以来，许多国家银行体系的弱点逐渐暴露：银行系统的巨额坏账、造成银行损失的违规操作、倒闭乃至连锁的破坏性反应等等，严重威胁到各国和全世界的金融稳定。严格银行监管，强化各国金融体系，成为国际上高度关注的焦点。也正是在这一背景下，导致《有效银行监管的核心原则》的诞生。

《有效银行监管的核心原则》

1997年9月，巴塞尔银行监管委员会正式通过了《有效银行监管的核心原则》，为规范银行监管提出国际统一的准则。这个原则涉及面广，确定了一个有效监管体系所必须具备的25项基本原则，共分7大类：（1）有效银行监管的先决条件；（2）发照和结构；（3）审慎法规和要求；（4）持续性银行监管手段；

(5) 信息要求；(6) 正式监管权力；(7) 跨国银行业。

核心原则的主要内容，概括而言有：

——必须具备适当的银行监管法律、法规；监管机构要有明确的责任、目标和自主权等。

——必须明确界定金融机构的业务范围，严格银行审批程序；对银行股权转让、重大收购及投资等，监管者有权审查、拒绝及订立相关标准。

——重申《巴塞尔协议》关于资本充足率的规定；强调监管者应建立起对银行各种风险进行独立评估、监测、管理等一系列政策和程序，并必须要求银行建立起风险防范及全面风险管理体系和程序，以及要求银行规范内部控制等。

——必须建立和完善持续监控手段，监管者有权在银行未能满足审慎要求或存款人安全受到威胁时采取及时的纠正措施，直至撤销银行执照。

——对跨国银行业的监管，母国监管当局与东道国监管当局必须建立联系，交换信息，密切配合；东道国监管者应确保外国银行按其国内机构所同样遵循的高标准从事当地业务。

巴塞尔委员会认为，达到核心原则的各项要求将是改善一国及国际金融稳定的一个重要步骤。但各国实现这一目标的时间会不尽相同。另外，核心原则只是最低要求，各国需要针对其金融体系的具体情况与风险加以强化或补充。

《新巴塞尔资本协议》

2001 年 1 月 16 日，巴塞尔委员会公布了新资本协议草案第二稿，并再次在全球范围内征求银行界和监管部门的意见。这一文件是在 1999 年 6 月公布的《新的资本充足比率框架》基础上，广泛听取多方意见后形成的，原定于在 2001 年底正式发布，2004 年全面实施。2001 年 6 月 25 日，巴塞尔委员会决定将制定和实施新协议的时间推迟一年，于 2002 年定稿，2005 年实施，并全面取代 1988 年的《巴塞尔协议》，成为新的国际金融环境下，各国银行进行风险管理的最新法则。

1. 新资本协议出台的背景

20 世纪 80 年代拉美的债务危机对西方银行产生了巨大冲击，促使银行监管理念发生了重大变化，传统的以资产大小为实力象征的观念受到挑战，取而代之的是“资本是上帝”的新理念，《巴塞尔协议》也正是在这一背景下应运而生的。《巴塞尔协议》的制定和逐步推广，为进行有效的银行监管提供了依据，对防范与化解银行业的风险，维护银行体系的稳定发挥了积极作用。然而，银行业发展和创新的步伐却从未停止，特别是 90 年代以来，国际银行业的运行环境和监管

环境发生了很大变化，主要表现在以下三个方面。

(1)《巴塞尔协议》中风险权重的确定方法遇到了新的挑战。这表现为信用风险（credit risk）依然存在的情况下，市场风险（market risk）和操作风险（operational risk）等对银行业的破坏力日趋显现。在银行资本与风险资产比率基本正常的情况下，以金融衍生商品交易为主的市场风险频频发生，诱发了国际银行业中多起重大银行倒闭和巨额亏损事件。而《巴塞尔协议》主要考虑的是信用风险，对市场风险和操作风险的考虑不足。

(2) 危机的警示。亚洲金融危机的爆发和危机蔓延所引发的金融动荡，使得金融监管当局和国际银行业迫切感到重新修订现行的国际金融监管标准已刻不容缓。一方面，要尽快改进以往对资本金充足的要求，以便能更好地反映银行的基础风险；另一方面，需要加强金融监管的国际合作，以维护国际金融体系的稳定。

(3) 技术可行性。近几年学术界以及银行业自身都在银行业风险的衡量和定价方面作了大量细致的探索性工作，建立了一些较为科学而可行的数学模型。如J.P.摩根于1994年推出了以VaR为基础的市场风险计量模型Riskmetrics，并于1997年又推出了信用风险的计量模型Creditmetrics，瑞士信贷银行随后也推出了另一类型的信用风险管理模型Creditrics+，在业界引起了巨大反响。另外还有一些信用风险管理模型。这些现代风险量化模型的出现，不仅在业界引起了巨大反响，还受到了监管当局的高度重视。而这些研究成果，也在技术上为巴塞尔委员会重新制定新资本框架提供了可能性。

面对国际银行业发生深刻变化，《巴塞尔协议》的局限性逐渐暴露出来：其一，对银行业风险的理解显得片面。虽然巴塞尔委员会在1996年修订时加入了有关市场风险的条款，但突出强调的还是信用风险，对于市场风险的规定过于笼统，缺乏可操作性。而对另外一些非信用风险，甚至没有提及。其二，银行的资本套利行为，是引发资产质量下降的重要原因，但根据《巴塞尔协议》指定的资本充足比率计算方法，却不能很好显示。这使得有必要对资本套利交易规定相应的风险权重。其三，将是否为经济合作组织（OECD）成员国作为划分国家信用级别的依据，既不合理，也不具科学性。其四，它忽视了商业银行内部管理的重要性。

新协议草案较之1988年的《巴塞尔协议》复杂得多，但也较为全面。它将把对资本充足率的评估和银行面临的风险进一步地紧密结合在一起，使其能够更好地反映银行的真实风险状况。新协议不仅强调资本充足率标准的重要性，还通过互为补充的“三大支柱”以期有效地提高金融体系的安全和稳定。

2. 新资本协议的三大支柱

新资本协议包括互为补充的三大支柱，即最低资本要求、监管当局的监管和市场纪律，并试图通过三大支柱的建设，来强化商业银行的风险管理。

(1) 第一大支柱——最低资本要求（minimum capital requirements）。

最低资本充足率要求仍然是新资本协议的重点。该部分涉及与信用风险、市场风险以及操作风险有关的最低总资本要求的计算问题。最低资本要求由三个基本要素构成：受规章限制的资本的定义、风险加权资产以及资本对风险加权资产的最小比率。其中有关资本的定义和8%的最低资本比率，没有发生变化。但对风险加权资产的计算问题，新协议在原来只考虑信用风险的基础上，进一步考虑了市场风险和操作风险。总的风险加权资产等于由信用风险计算出来的风险加权资产，再加上根据市场风险和操作风险计算出来的风险加权资产。

对于信用风险，巴塞尔委员会允许银行在计算信用风险的资本要求时，在下述两种方法中任选一种。第一种是将现有方法进行适当修改，并将其作为大多数银行计算信用风险资本要求的标准方法。第二种是内部评级方法，主要适用于那些业务复杂程度较高的银行，但银行采用其内部评级系统的前提，是必须征得银行监管当局的明确同意。

对于市场风险，该协议特别规定了明确的资本标准；并突出强调了利率风险，认为那些利率风险大大高于平均水平的银行，应考虑到利率风险难以量化的特征，需相应提高其资本数量。与银行内部控制密切相关的操作风险、流动性风险、法律风险和名誉风险归入其他风险的范围，这反映了巴塞尔委员会逐步推行全面风险管理的思想。但如何衡量与量化这些风险，仍是一个尚待解决的问题。

(2) 第二大支柱——监管当局的监管（supervisory review process）。

监管当局的监管，是为了确保各银行建立起合理有效的内部评估程序，用于判断其面临的风险状况，并以此为基础对其资本是否充足做出评估。监管当局要对银行的风险管理和化解状况、不同风险间相互关系的处理情况、所处市场的性质、收益的有效性和可靠性等因素进行监督检查，以全面判断该银行的资本是否充足。在实施监管的过程中，应当遵循如下四项原则：其一，银行应当具备与其风险相适应的评估总量资本的一整套程序，以及维持资本水平的战略。其二，监管当局应当检查和评价银行内部资本充足率的评估情况及其战略，以及银行监测和确保满足监管资本比率的能力；若对最终结果不满意，监管当局应采取适当的监管措施。其三，监管当局应希望银行的资本高于最低资本监管标准比率，并应有能力要求银行持有高于最低标准的资本。其四，监管当局应争取及早干预，从而避免银行的资本低于抵御风险所需的最低水平；如果得不到保护或恢复则需迅

速采取补救措施。

(3) 第三大支柱——市场纪律(market discipline)。

市场纪律的核心是信息披露。市场约束的有效性，直接取决于信息披露制度的健全程度。只有建立健全的银行业信息披露制度，各市场参与者才可能估计银行的风险管理状况和清偿能力。新协议指出，市场纪律具有强化资本监管、提高金融体系安全性和稳定性的潜在作用，并在应用范围、资本构成、风险披露的评估和管理过程以及资本充足率等四个方面提出了定性和定量的信息披露要求。为了提高市场纪律的有效性，巴塞尔委员会致力于推出标准统一的信息披露框架。对于一般银行，要求每半年进行一次信息披露；而对那些在金融市场上活跃的大型银行，要求它们每季度进行一次信息披露；对于市场风险，在每次重大事件发生之后都要进行相关的信息披露。

[复习思考题]

1. 不同的金融监管理论在论证金融监管的必要性时，既有各自不同的侧重点，又有交叉之处，试分析比较。

2. 结合中国金融监管的现状和未来发展，想一想我国应当如何解决降低监管成本和避免监管失灵的问题。

3. 我国的金融监管体制与历史文化传统、政治体制、经济发展水平和法制建设等方面存在怎样的联系？

4. 监管当局的监管、行业自律和金融业的内部管理，这三者之间的相互关系应该怎样理解？

5. 与《巴塞尔协议》相比，《新巴塞尔资本协议》有哪些重大的变化？试分析这些变化将对银行业的经营管理产生何种影响？

6. 从《巴塞尔协议》到《新巴塞尔资本协议》，说明在国际金融监管中发生了哪些变化？这些变化所产生的背景是什么？

第二十二章

金融监管的国际协调

第一节　金融国际化与金融监管的国际协调

金融国际化

第二次世界大战后，尤其是进入20世纪60年代、70年代，金融业国际化有了飞速发展。

促进这一发展的首要因素，也是最基本的因素，是生产和资本的国际化，这又突出地表现为跨国公司的全球扩张。跨国公司在全球范围内活动，相应地要求在世界各地进行资本的投入、筹措和运营。这必然引起大量资本从一个国家流动到另一个国家，从一种货币转换为另一种货币，从而推动金融业的国际化，以期达到降低成本、避免风险、获得最大利润的目的。

其次，在西方国家的经济发展中，生产资本不断集中，促进银行资本更加趋于集中和垄断。一些大银行的业务范围不断扩大，资产迅速膨胀。大银行面对国内的激烈竞争和政策的某些限制，需要进一步寻求向外扩张的空

间，同时也具有这种扩张的经济实力。大银行的国际扩张，既是生产和资本国际化的产物，同时又反过来推动了生产和资本的国际化进程。

再次，随着战后经济的逐步恢复和发展，以及面对日益激烈的国际金融竞争，一些国家相继放松金融管制，形成所谓金融自由化浪潮。关于金融自由化问题，下面有专章讨论。这里仅指出，正是自由化措施敞开了金融业国际化的大门，促进了国际化的进程。

金融业国际化的表现主要为：银行机构国际化和网络化；欧洲货币市场的形成和发展；金融市场的国际化；国际金融业务创新普及化，等等。

金融风险的国际化

与金融业国际化如影随形的是金融风险的国际化和风险在国际范围内的广泛传播。

金融机构的国际化一方面使得金融机构所面临的风险多样化和复杂化，增加了金融机构经营的不确定性。国际化使得银行徒增了两类风险：外汇风险和国家风险。外汇汇率的变化导致金融资产和负债的价值面临着大幅波动的风险。另一方面，金融机构的国际化也使风险越来越不可能限制在一国的地理区域之内；而是要同时面临日益增加的外国风险。现在，即使是国内地方性的小银行也摆脱不了国际化的影响：它们虽然没有实力在国外设立分支机构，但或多或少要通过一些代理行开展海外业务，因而在货币借贷过程中的价格形成和投资行为无不要受国际市场的影响。在金融风险国际化的情况下，任何一国的监管机构都无法对金融机构所面临的风险进行全面的监管，迫切需要各国之间的协调和合作。

同时，金融国际化的进程也导致金融风险在国际范围内的传播，不仅扩大了风险传播的范围，而且加快了传播的速度。金融业国际化的发展，导致全球各国金融机构紧密相关，互相依存。这种联系既可能是由于彼此在金融市场上相互作为交易对手而形成的，也可能是由于全球性支付体系的发展而在业务过程中发生支付关系而形成的。特别是随着衍生金融工具市场的兴起，各大金融机构通过在衍生工具市场上互为交易对手关系而紧紧地连结在一起。当全球的银行彼此连结成一个系统时，一家或几家国际性商业银行发生问题，将导致整个金融体系周转不灵，乃至诱发局部性或国际性的金融危机。

此外，银行同业支付清算体系把所有银行联系在一起，造成了相互交织的债权债务网。基于营业日结束时多边差额支付的清算体系，使得任何微小的支付困难都可能酿成全面的流动性危机。1974 年德国赫斯塔特银行因为外汇交易而倒闭，引起了票据交换和银行间支付系统的极大震荡，尤其是导致了日本和意大利

银行的暂时的资金困难。此外，证券和其他金融工具的支付清算系统同样也面临着流动性危机的威胁。1987年股灾时，芝加哥期权清算公司就由于一个大会员的支付问题而差点招致崩溃。

金融国际化给金融监管带来的挑战

无论金融国际化的程度到达哪一层次，对于一国的金融监管当局而言都是严峻的挑战。国际金融活动是超越一国的行政管辖权的，而对金融活动和机构的监管却是单个国家政府的事情。这意味着各国的监管部门必须加强协调与合作，否则，无论是对个别国家还是对整个国际金融市场都有可能带来消极的影响。

金融国际化对监管带来的挑战主要表现在以下几个方面：

1. 在金融活动和金融机构的国际化与金融监管的国别化之间，矛盾日益加深。就国际金融监管角度来看，当金融活动的监管还是单个国家政府的事情，金融监管行为还被限制在国家主权地理区域之内的时候，就意味着无法对国际金融活动进行有效的监管，即面临监管真空的危险。在国际金融风险日益加大之际，监管真空无疑会带来严重的后果。

2. 金融国际化加大了监管者和被监管机构之间的信息差异。本来，监管者和被监管者之间就存在着信息不对称：被监管者对自己所经营的业务拥有完整的信息，而监管者除了一些法律所要求披露的信息之外，并不能准确、及时、全面地掌握被监管者的信息。被监管者国际化的努力更加强化了这种不对称性。在金融国际化的过程中，金融机构的组织结构和业务结构日趋复杂，国际经营和交易业务大量以表外业务的形式来开展，监管机构根本无法及时完整地获得信息。这就使得监管者实施有效监管的难度越来越大。

3. 国际金融业务的创新不断突破现有的金融监管框架，使得监管机构面临崭新的监管对象。创新也使得金融机构资产负债的表外业务大量增加，单纯的资产负债表难以反映金融机构的真实经营情况。层出不穷的金融创新使金融衍生工具大量涌现，这些衍生工具在为交易主体提供风险转移和风险规避手段的同时，也因其具有以小博大的杠杆效应增加了市场风险，使金融机构业务操作的复杂程度和投资组合调整的速度加剧。这些都导致监管部门无法对其进行及时有效的监管。

4. 金融机构的集团化和业务综合化与金融监管分散化之间的矛盾。金融集团复杂的业务结构和风险结构本身，就使金融监管极为困难。问题还在于，目前许多国家实施的还是分散化的金融监管。这就使如何对进入本国的国际金融集团实施有效监管成为一个亟待解决的问题。

金融监管的溢出效应

在一个封闭的世界中，各国制定各项政策，包括金融监管政策，只需考虑本国的情况。但是，在一个开放的世界中，国与国之间的金融联系越来越紧密，各国的金融机构开展的跨国经营活动更是加强了这种联系。在这种情况下，金融监管作为国家的一项重要政策，具有明显的溢出效应。所谓溢出效应是指：任何一国针对本国金融机构所做出的监管决策将影响机构的经营行为，进而会波及该机构在国际金融市场上的经营行为，而各国金融机构在国际市场上的业务联系使得这种行为的调整可能会影响该机构的合作者或交易对手，进而会对他国的金融机构产生影响。由于金融监管的溢出效应，监管当局做出的不协调的监管决策很可能会导致世界范围内严重的低效金融产出，影响资源配置的有效性。所以，这就需要各国监管当局充分考虑到它们之间的相互联系，加强在政策上的相互协调。

监管竞争和监管套利

与金融机构国际化经营相对存在的是各国金融监管制度的差异。在一个存在金融监管差异的国际市场中，有可能出现两种现象：一是监管竞争；二是监管套利。无论是监管竞争还是监管套利都可能影响监管的有效性。

所谓监管竞争，是指各国监管者之间为了吸引金融资源而进行的放松管制的竞争。由于金融在现代经济中处于特别重要的地位，各国为了发展经济，会通过竞争性的放松监管来尽可能地吸引金融资源。然而，从目前来看，这种监管竞争并不会达到产品市场上的竞争所带来的均衡状态。监管竞争与产品竞争的一个最大区别就在于：监管竞争的主体，即监管者，并不是竞争成本和收益的直接承担者，而同时却具有强烈的动机去进行竞争——通过竞争吸引更多的金融资源无疑是他的功绩。竞争主体的非经济性将扭曲竞争，甚至可能造成竞争性的放松监管的局面。例如，从 20 世纪 80 年代开始，一部分发展中国家为了吸引更多的资本流入，竞相对本国金融业实行了自由化，大大减少金融管制，降低监管标准，国际上的大量资本流入这些发展中国家。竞争所导致的监管放松，确实在一定期间引入了大量的资本，为本国经济的发展做出了一些贡献。但进入 90 年代，监管放松的恶性影响在十年后显现出来：所有这些新兴市场国家大部分都发生了金融危机。金融监管的竞争会导致国际范围内金融监管的放松，放松到一定水平，就会引发灾难性的后果。

监管套利是指被监管的金融机构利用监管制度之间的差异获利。如果一个国家金融监管过于严格，该国的金融机构和业务活动会被其他监管宽松的国家所吸引而转往他国。尤其是在国际资本流动自由化的条件下，这种移动就更为迅捷和

方便。使本国金融机构和业务活动外移的监管套利，将导致本国对金融机构所实施的金融监管失效，同时使本国的金融机构数量达不到理想中的竞争状态，影响资源的有效配置。例如，日本放开本国金融市场的结果是本国的许多金融机构不断地进入亚洲其他国际金融中心，如新加坡和香港，以寻求比较宽松的监管环境所带来的低成本，从而导致日本金融业在一段时期内的部分空洞化。

关于监管竞争和监管套利也有其正面效应。例如，美国的监管部门出于防范风险的考虑，一直想提高指数期货交易的保证金比率。但是指数期货不仅在美国很发达，而且在伦敦、欧洲和亚洲都有市场可供交易，交易者可以很方便地在不同国家的市场间流动。在这种情况下，美国的监管部门很难制定一个较高的保证金比率，因为较高的保证金比率实际上提高了交易者的交易成本，而交易者很容易通过转向其他市场来规避这种管制。这实际上导致了世界范围内的有关这方面的监管都趋于同一的水平。

金融监管的国际协调

金融国际化所带来的金融机构的跨国经营和金融风险的国际传播对国际金融监管的协调提出了迫切的需要。目前，国际社会对金融监管的国际协调已经取得了广泛的认同，认为：(1) 监管者之间的合作和信息交流不应该存在任何障碍，无论是在国内还是在国际上；(2) 要保证监管主体之间共享信息的保密性；(3) 监管者对合作必须有一个前瞻性的态度，无论是作为援助和信息的提供者或者需求者。

目前金融监管的国际协调主要通过以下几种形式进行：

1. 双边的谅解备忘录。指两国就金融监管某一领域的问题进行探讨，并取得共识，通过签订协议来明确双方在这一领域的责任和义务。目前，两国之间的监管协调绝大部分是通过这种形式实现的。中国证券监督管理委员会目前和17个国家签订了监管合作的谅解备忘录。

2. 多边论坛。多边论坛一般就某一监管问题进行会谈，并签署监管声明或文件。这些文件一般都不具备法律效力。

3. 以统一的监管标准为基础的协调。各国或国际监管组织通过彼此的协调和交流，制定统一的监管标准，这些监管标准为各成员国监管当局所接受，并为各国监管当局所必须遵守。比如，巴塞尔委员会所颁布的资本充足率的标准。

4. 统一监管。也就是说由一个统一的监管机构来负责跨国的金融监管。目前，严格意义上的统一监管还没有出现。不过欧盟的金融监管在某些方面可以说具备了统一监管的雏形。

金融监管的国际协调是目前解决国际范围内监管失效和监管空白最有力、最现实的方法。有效的国际金融监管协调将可能产生两个效应：一是继续推进金融的国际化和一体化进程，为金融机构的国际化努力创造良好的金融环境；二是提高全球金融市场监管的有效性，保持金融稳定。

第二节　金融监管的国际协调组织

国际协调组织

金融国际化进程的推进以及金融风险传播的加强，都对跨国界的监管合作与协调提出了要求。一些相关的国际组织已经在推进世界范围内的金融监管协调；而一些区域性的带有统一监管雏形的协调性组织也已出现。

根据协调能力，现有的金融监管国际协调组织基本上可以分为两类。一类是对成员国没有法律约束力的国际监管组织，包括巴塞尔委员会、国际证券委员会组织、国际保险监管联合会等。这类组织主要通过没有法律约束的"君子协议"来推动成员国之间的合作以及国际性监管标准的推广。另一类是以国际法或区域法为基础的监管组织。它们所通过的监管规则对成员国具有法律约束力，可以在一定程度上统一实施对成员国的金融监管。例如欧盟和北美自由贸易组织等。

巴塞尔委员会

1974 年赫斯塔特银行和福兰克林国民银行的倒闭使国际社会认识到银行国际业务的风险性和危机的传染性，意识到加强对银行国际业务合作监管的迫切性。有鉴于此，根据英格兰银行总裁理查森的建议，在国际清算银行的发起和支持下，十国集团中央银行行长于 1974 年底建立了银行法规与监管事务委员会，也就是现在所称的巴塞尔银行监管委员会（BCBS），简称巴塞尔委员会。巴塞尔委员会是一个中央银行监督国际银行活动的联席代表机构和协调机构。其第一次会议于 1975 年 2 月召开，此后每年定期召开三至四次会议，议程由各成员国中央银行商定。

巴塞尔委员会的成员来自比利时、加拿大、法国、德国、意大利、日本、卢森堡、荷兰、瑞典、瑞士、英国和美国。各成员国在委员会的代表机构为中央银行，如果中央银行不负责银行业的监管，那么代表机构为相应的银行监管机构。

委员会为其成员国在银行监管问题上的合作提供条件。根据十国集团中央银行行长们的要求，委员会的主要工作原本是为国际银行业提供一个"早期预警"

系统。其后，随着银行业国际化的不断推进，委员会的工作重点转移为堵塞国际监管中的漏洞，提高监管水平，改善全球监管质量。其主要内容有三：交换各国在监管安排方面的信息；提高国际银行业务监管技术的有效性；建立资本充足率的最低标准以及研究在其他领域制定标准的有效性。在国际监管方面，委员会遵循两条基本原则，第一，没有任何境外银行机构可以逃避监管；第二，监管应当是充分的。

委员会并不具备任何凌驾于国家之上的正式监管特权：其文件从不具备亦从未试图具备任何法律效力。不过，它制定了广泛的监管标准和指导原则，提倡最佳监管做法，期望各国采取措施，根据本国的情况通过具体的立法或其他安排予以实施。委员会鼓励采用共同的方法和标准，但并不强求成员国在监管技术上的一致性。

巴塞尔委员会主要以工作小组的形式来审查一些具体的问题，并对一些事项做出安排。工作小组在全体一致同意的条件下对报告的内容做出决定。工作小组由一位主席领导，其作用经常是提交论文或政策报告供巴塞尔委员会讨论。巴塞尔委员会发表报告，征求意见；在评论期结束后，委员会将讨论提交上来的意见；如果有必要，将根据有益的意见对报告进行修改，并最终定稿。委员会将把最终的报告发表，而那些监管标准则将作为最佳监管做法的指南。

委员会对十国集团中央银行行长理事会负责，由行长们肯定并批准其主要工作成果。委员会的常设机构是秘书处，秘书处现有 12 名人员，主要由来自成员国机构的专业监管者构成。秘书处除承担巴塞尔委员会及其分委员会的秘书工作外，还随时为所有国家的监管当局提供监管咨询。

国际证券委员会组织

国际证券委员会组织（International Organization of Securities Commissions, IOSC）创建于 1984 年，其前身是创立于 1974 年的旨在帮助拉美证券市场发展的证券委员会及类似机构的泛美洲协会（Inter-American Association of Securities Commissions and Similar Agencies）。国际证券委员会目前有 179 个成员，其中包括 8 个国际组织，102 个正式成员，9 个联系成员和 60 个附属成员。国际证券委员会组织的一个明显特点是，它允许自律性组织和其他国际组织作为联系成员或附属成员加入，明显不同于巴塞尔委员会。目前，几乎所有的有股票交易所的国家都已是其成员，其成员广度远大于巴塞尔委员会。

国际证券委员会的宗旨是：(1) 通过合作确保在国内和国际层次上实现更好的监管，以维持公平和有效的市场；(2) 就各自的经验交换信息，以促进国内市

场的发展；(3) 共同努力，建立国际证券交易的标准和实现有效监管；(4) 提供相互援助，通过严格采用和执行相关标准确保市场的一体化。

国际证券委员会有一个完整的组织结构。包括主席委员会、执行委员会、自律性组织咨询委员会、两个专业性委员会和四个区域性委员会。此外还包括一个常设机构，设在蒙特利尔的秘书处。主席委员会由各成员国监管机构的主席组成，拥有实现组织目标所必需的所有权力。主席委员会在每年的年会期间会面一次。四个区域性委员会分别为：非洲和中东地区委员会、亚太地区委员会、欧洲地区委员会及泛美地区委员会，区域性的委员会一般负责讨论和解决本区域内特定的监管问题。

两个专业性的委员会是技术委员会和新兴市场委员会。很多政策或建议就是由这两个委员会提出来的。技术委员会的成员主要来自发达国家，目前由 16 个发达的国际化证券市场的监管者组成，它的目标是对国际证券和期货交易的监管措施做出评价；促进成员间的相关合作。技术委员会的工作主要有以下五项：国际性的信息披露和审计；对二级市场的监管；监管市场中介机构；推进成员之间的信息交流；投资管理。新兴市场委员会的职责是建立监管原则和最低监管标准，为成员提供职员培训，促进信息交流和监管技术的传播，以此来促进新兴证券和期货市场的发展，提升其市场效率。专业委员会一般以工作小组的形式来完成相关的工作；工作小组以论文、指导方针或原则的形式向委员会提供一致性的建议。

国际证券委员会组织的提议是建议性的，对成员不具有法律约束力，且该组织也没有强制实施的权力。实施国际证券委员会组织的政策建议是各国监管方面的权利，取决于各成员国各自的立法或监管程序。

国际保险监管官联合会

国际保险监管官联合会（The International Association of Insurance Supervisors，IAIS）是一个推动各国保险监管国际协调的组织，成立于 1994 年，现成员数目已逾一百。联合会的秘书处原设在位于华盛顿的美国全国保险监管者联合会内，1998 年迁往国际清算银行。

国际保险监管官联合会的宗旨有二。第一，通过合作来改善一国国内乃至国际层次上的保险监管，以此来促进保险市场的效率、公平、安全和稳定，并最终保护投保人的利益；第二，统一各方努力，制定供各成员国选择遵守的监管标准。国际保险监管官联合会的工作内容主要是：推动保险监管主体之间的合作；建立保险监管的国际标准；为成员国提供培训；同其他金融部门的监管者和国际

金融组织合作。

国际保险监管官联合会有两类会员组成：一是宪章会员；二是新会员。宪章会员是指在1994年6月16日联合会第一届年会上加入的成员，包括67个国家的保险监管当局和美国17个州的保险监管局。新会员则是在成立大会以后加入的会员，包括保险业的监管者，或者在一国国内有保险监管权的任何实体。从1999年起，国际保险监管官联合会开始接受观察员会员。目前联合会内有60个观察员，包括保险行业协会、专业协会、保险和再保险公司、顾问公司和国际金融组织等。

国际保险监管官联合会由会员大会、执行委员会和秘书处组成。会员大会由执行委员会负责召集，一般在年会期间召开，主要讨论联合会的发展方向问题。执行委员会是联合会的领导机构，负责制定并执行为达成联合会的目标而必须采取的一切决策。执行委员会下属四个委员会——技术委员会、新兴市场委员会、预算委员会和教育委员会。每个委员会下还可分设次级委员会、工作小组来完成日常的工作。

最初，国际保险监管官联合会只是一个世界范围内的保险监管者交换信息和经验的论坛。目前国际保险监官管联合会的工作已超越了信息交流的范围，开始强调监管原则和标准的制定及推广。联合会现已制定了全球保险监管的原则和标准。

欧盟的金融监管体系

随着《第一号银行业务指令》的颁布，欧洲联盟于1977年正式登上银行监管舞台，为欧盟各成员国在监管方面的协调提供了条件。在金融监管方面发挥重要作用的机构有欧洲委员会，它负责提出立法议案；部长理事会，它负责最终批准或驳回提案；以及欧洲议会，它是金融监管方面的一家咨询性机构。

目前为欧洲委员会提供监管建议并协助委员会制定监管指令的机构主要有以下几个：

银行业咨询委员会（BAC）；欧洲证券委员会和欧洲证券监管者委员会；保险委员会。

与三大国际监管组织制定的标准不同，欧盟指令对成员国有约束力；指令不取代成员国法律，但要求成员国制定本国法律时与指令的目标一致。一个金融方面的指令成为欧盟法律的过程如下：欧盟所有的立法必须由欧洲委员会提出。欧洲委员会的提案递交到部长理事会，并由部长理事会审议立法建议。首先，部长理事会征求欧洲议会和有关方面的意见，并采取一个共同立场将其提交欧洲议

会。如果欧洲议会不做任何修改地通过了这个共同立场，那么提案可能在不被欧洲委员会修改的情况下获得部长理事会合格多数的通过。如果欧洲议会否决了这个共同立场或希望对其进行修改，就要求成立一个“调解委员会”，以求在部长理事会和欧洲议会之间协商出一个折中方案。如果未能达成一致意见，欧洲议会具有否决权；一经其否决，提案意味着被撤销。

目前，欧盟的金融监管活动虽然仍然局限于一国的管辖范围内，但是不同监管主体之间的监管合作作为原则已经被写入欧盟单一市场法令。此外，也已经提出了大量的共同监管的条例。

第三节　国际金融监管协调的基本内容

目前，国际金融监管协调活动主要在以下几个领域进行：改善监管主体之间的信息交流，建立信息共享机制；加强对跨国金融机构的监管；对跨国金融机构实施并表监管；建立统一的国际监管标准；对金融集团的监管以及区域性的金融监管一体化的努力。

监管信息的交流和共享

信息是实现有效监管的重要前提条件。国际社会对信息交流取得了充分的共识，认为监管信息的交流要遵循以下几个原则：（1）为了实现有效监管，每个监管者都必须获得足够的信息；（2）监管者对于所需获得的信息及与其他监管者之间的合作，应该有一个前瞻性的态度，并且当他们面对这些问题时应该以良好的态度予以及时地反馈；（3）监管者应该及时地向某一金融机构主要的监管者传递正在实施的政策、变动中的信息以及可能的不利状态，同时也包括监管行为和潜在的监管行为；（4）主要的监管者应该和其他相关的监管者共同分享那些影响被监管者行为的监管信息；（5）监管者应该主动地采取措施同其他监管者签署相关协议，同时在彼此之间建立一种合作和信任的态度。

目前国际上的信息交流机制主要有双边合作和多边合作两种形式。

在两国之间，为了保证信息交流的稳定性，一般通过协议的形式来实现。有以下几种形式：（1）两国相互向对方提出各自应尽的义务的谅解备忘录。谅解备忘录没有强制的法律约束力。谅解备忘录的另一种形式是金融信息共享协定，具体规定了在两个国家同时营业的公司定期向双方的监管当局披露有关的信息。（2）双边援助协议。在目前的制度安排下，东道国没有权力对跨国金融机构在其

他国家的机构实施检查。当东道国监管当局需要获得另一个国家跨国金融机构的信息资料或实施检查时，就必须签订双边援助协议。(3) 非正式的信息交流或信息共享的安排。这主要通过监管者之间的个人关系来实现。

多边合作主要是通过国际监管组织的监管建议和监管标准来实现。信息交流和信息共享机制的建立在各个国际监管机构的监管协调活动中都占据非常重要的地位。1990年4月，巴塞尔委员会专门制定了《银行监管当局之间的信息交流》的文件。此外，在《对国外银行的监管原则》、《对国际银行集团及其境外机构的监管标准》、《跨境银行监管》等有关跨境银行监管的文件中对信息交流也给予了充分的注意，做出了多方面的安排。国际保险监管联合会在1995年发布了《关于双边援助、合作和信息共享的建议》，51个成员国签署并通过了这个建议文本。文本要求签署国“在互惠的基础上提供协助，帮助获得市场监管方面的信息，以保护市场不受欺诈性交易的破坏，推进保险业的审慎监管”。文本的签署国承诺通过立法形式来促进原始信息的交流。

此外，银行业、证券业、保险业之间的信息交流及信息共享也随着金融集团的兴起而得到了国际金融界的重视。

有关国际银行的监管范围和监管责任

1975年巴塞尔委员会首次提出了划分银行国外机构监管责任的原则，这个原则在1975年12月得到了十国集团中央银行行长们的批准，也就是后来大家所称的“第一个巴塞尔协定”。这些原则包括：

(1) 银行国外机构的监管是母国和东道国的共同责任；

(2) 任何银行国外机构都不能逃避监管；

(3) 银行国外机构的流动性监管主要由东道国负责；

(4) 对分行(branch)的偿付能力的监管是母国的责任，而对国外附属机构，或称子行(subsidiary)的偿付能力的监管则是东道国的责任；

(5) 实际的合作可以由东道国和母国之间的信息交流来推进，也可由授权银行检查机构在东道国的领土内代表母国来进行。

虽然这个原则的提出可以说是国际监管合作的一个重大的进步，但是，也受到大量的批评，尤其是1982年阿姆博西诺银行的倒闭更让大家看到了只注意监管责任的划分是不够的。为此，1983年5月，巴塞尔委员会制定了修改后的巴塞尔协定，即《对银行国外机构的监管原则》，强调对银行国外机构的充分监管，不但要求在母国和东道国监管当局之间适当地划分责任，而且要求在二者之间进行联系与合作。

同前一个协议相比，第二个协议主要在以下方面做出了改进：

第一，银行国外机构的类型不仅包括分行和附属机构，还包括合资银行或国际财团，以及由非银行持股公司派生出来的银行。所谓合资银行或国际财团，是指由两个以上母机构控制的，在其主要业务所在国建立并具有独立法律地位的机构。至于派生出银行的非银行持股公司，可以是加工业或商业公司，或是资产大部分由银行股票构成的一家公司。

第二，协议指出，对银行国际业务进行监管的一个中心前提，是东道国与母国之间的有效合作，而非责任的划分。与监管银行国外机构有关的两项基本原则是这种合作的基础：一是任何银行国外机构不得逃避管制；二是监管应当是充分的。

第三，东道国当局负责对在本国领土上作为单个机构进行经营的外国银行机构进行监管；母国监管者把上述机构作为更大的银行集团的一部分进行监管，同时对上述机构在世界范围内的全面业务负有总体监管责任。

第四，协议对银行集团给予了充分的关注，对不同结构和不同业务的银行集团的监管进行了规定。

第五，重新划分了母国和东道国的监管责任。协议指出，监管的要点是三个方面：清偿能力、流动性、外汇业务及头寸。跨国银行分行的清偿能力监管由母国监管者负责；其子行的清偿能力监管则是东道国和母国的联合责任。关于流动性监管，分行主要由东道国和母国共同负责；子行则由东道国监管者承担。对外汇监管则不论分支机构的性质，由母国和东道国共同承担，母国监管者主要对银行的全部外汇头寸进行监测，东道国则对境内外国机构的外汇头寸实行监督。

从以上规定来看，《对银行国外机构的监管原则》把国外机构的范围进行了扩充和分类，并且按这一分类重新划分了母国和东道国之间的监管责任。同时，强调监管主体之间的合作。

1992 年，巴塞尔委员会根据国际银行业的新发展重新审查了协调国际银行监管的安排。该年 7 月，巴塞尔委员会以 1983 年协定为基础，制定了《对国际银行集团及其境外机构的最低监管标准》，希望成员国监管当局共同遵守。最低监管标准有四条：第一，所有国际银行集团和国际银行应由有能力从事并表监管的母国当局实行监管；第二，跨国银行机构的成立，应事先得到东道国监管当局和银行或银行集团所在国监管当局的同意；第三，监管当局在担当母国监管者角色时有权从其所辖银行或银行集团的跨国银行机构索取信息；第四，如果一家东道国当局判定最低标准中的任何一项没有达到，该当局应施加限制性措施，包括禁止银行机构的成立，以满足与上述最低标准相一致的审慎性考虑。

1996年，巴塞尔委员会向第九届国际银行监督官大会提交了关于《跨境银行监管》文件的报告，就如何克服银行监管者在对国际性银行跨国业务进行有效监管过程中所遇到的一些障碍进一步提出建议。来自140个国家的监管者对这一报告进行了详细的讨论，并准备尽力在本国实施。

并表监管

在银行业务日趋国际化的今天，银行监管当局只有全面了解每家银行在全球范围内的业务，才能对该银行是否稳健经营做出合理的判断。1979年3月，巴塞尔委员会在公布的《对银行国际业务的并表监管》中首次提出了并表监管（consolidated supervision）的原则。所谓并表监管，是指在银行于各地所从事的全部业务的基础上，母银行和母国监管当局对整个银行或银行集团进行监管。也就是说，并表监管是一个监管当局对银行集团的总体经营进行监管的过程。这里所说的银行集团，既包括直接的分支机构与子公司，也包括非银行公司和金融附属公司。并表监管并不等于会计并表。合并的会计报表是并表监管的一个重要的信息来源，但是并表监管所关注的信息远远超出会计报表的范围。

实施并表监管主要有三个目的：第一，坚持实现无论银行在何处经营，都不应逃避监管的原则；第二，防止资本的双重杠杆；第三，保证银行集团的经营风险，无论其在何处注册，都在全球的基础上进行评估与控制。为了对银行集团的全球业务活动进行广泛的并表监管，母国监管当局必须对所有涉及安全性和稳健性的银行业务的各个方面进行评估，无论这些业务在哪里进行，也无论在监管过程中主要采用了何种评价方法。并表监管原则的充分实施很可能导致母国监管责任的某种延伸，但它并不意味着东道国当局对在其领土上经营的外国银行机构的监管责任有任何减少。

并表监管原则贯穿于巴塞尔委员会针对跨国银行所提出的建议和标准当中。在1997年9月发布的《有效银行监管的核心原则》中，巴塞尔委员会再次把并表监管作为重要原则加以强调。

在欧盟内部，并表监管也作为银行监管的一项基本原则被接纳。1983年，欧盟通过了《以信贷机构并表监管为基础的监管指令》。此外，欧盟的《资本充足指令》将并表监管的原则扩展到了证券公司，要求欧盟的证券公司在并表的基础上统一计算资本。虽然欧盟没有对保险业中的并表监管提出具体的要求，但是最近欧盟要求保险监管者在某些情况下应把集团作为一个整体来评价其清偿能力。

并表监管已成为国际社会普遍承认的一种国际监管协调机制。但是，并表监

管并不能代表监管合作机制。这是因为：第一，并表监管并不能杜绝监管套利。在并表监管下，那些监管宽松国家的银行可以通过开设国外分支机构来实现套利；监管严格的国家的银行也可以通过和第三方银行之间的交易来逃避监管。第二，并表监管的前提条件是母银行和母国监管当局可以获得所辖银行国外机构的有关信息，但这会受到一些国家银行保密法的阻碍。第三，并表监管并没有考虑到东道国的法律和东道国为吸引外国金融机构而实施的放松监管的行动。

国际监管标准的建立

建立统一的国际监管标准是各个国际监管协调组织的目标，同时也是国际监管协调的一种有效的形式。自20世纪80年代以来，三大国际组织纷纷提出了各自领域的监管标准，如巴塞尔委员会的《巴塞尔协议》，国际证券委员会组织提出的信息披露的标准，国际保险监管联合会提出的保险公司资产管理业务的监管标准，等等。其中，以巴塞尔协议的银行资本标准最为成功。

关于《巴塞尔协议》及其演进，上一章已专节讨论。

对金融集团的监管

金融集团的出现给传统的监管体制带来了巨大的冲击，同时也产生了一系列的监管漏洞，使监管的有效性大打折扣。鉴于大型金融集团的倒闭将严重威胁到全球金融体系的安全，1993年初，巴塞尔委员会、国际证券委员会组织和国际保险监管联合会成立了一个三方小组，开始研究对大型金融集团的监管问题。并于1995年7月发布了《金融集团的监管》文件，首次对金融集团的监管问题进行了系统的规范。三方小组认为，所谓金融集团是指“在同一控制权下，完全或主要在至少两个不同的金融部门（银行、证券、保险）大规模地提供服务的集团公司”。当然，金融集团也包括“混合型集团”，即那些不仅提供金融服务，而且还提供非金融服务的集团。在文件中，三方小组明确了监管者在金融集团监管方面存在的问题，并讨论了解决问题的具体方法。其中包括：金融集团监管的全面方法；资本充足率的评价方法和避免双重计算的方法；集团内部机构风险暴露的影响；集团大额风险暴露；在检查股东的资格和经营者的任职资格及品行时存在的问题；集团结构的透明度；负责金融集团不同机构监管之间的审慎监管的信息交流；获得不受监管的机构有关信息的权利和监管争议及混合集团信息的权利，等等。

1996年，三方小组升级为联合论坛，由13个国家金融监管部门的代表组成。1999年2月，联合论坛公布了《多元化金融集团监管的最终文件》，第一次就多元化金融集团的监管原则与方法提出了具体的指导意见，并明确四项基本原

则：（1）资本充足原则；（2）适宜性原则；（2）信息分享原则；（3）协调员制度。

欧盟的统一监管

《马斯特里赫特条约》建立了欧洲中央银行体系和欧洲中央银行，赋予欧洲中央银行实施货币政策的职能，但并没有赋予欧洲中央银行实施银行监管的职能，也没有明确其为银行提供流动性支持的职能。这就是说，各国仍然保留着金融监管和维护金融稳定的职责。与此同时，欧盟又在很大程度上介入了金融的监管活动，结果形成了欧盟内部一部分银行监管是统一的、集中性的，另一部分却又分散于不同的国家主体。

《马斯特利赫特条约》指出："欧洲中央银行体系应该促进有关权力机构实施的关于信贷机构审慎监管政策的平稳执行以及金融体系的稳定。"欧洲中央银行体系的规章规定："欧洲中央银行可以就有关信贷机构审慎监管和金融体系稳定的共同体法律的范围和执行问题，向理事会、委员会和成员国权力机构提出建议、与它们磋商。"

在欧洲单一市场上，欧盟的金融监管接受了母国原则和最小一体化原则。所谓母国原则，是指银行注册所在国的监管当局负责对该银行所有境内外机构的监管。最小一体化原则是指成员国被要求在银行监管几个必要的领域实现统一标准，但有权力超越这些最小的标准，并且也可以在非统一监管领域实行国别性监管。这些最小的一体化的标准是由欧洲议会通过的指令规定的。

1977年欧共体颁布了《第一号银行指令》，欧盟的统一监管走上了历史舞台。但是该指令仅规定：信用机构至少应由两个具有良好信誉和丰富经验的人来经营，并且应有独立的和充足的最低自有资金。1989年7月，出台了《第二号银行指令》，主要条款有：（1）银行开业资金不少于500万埃居（ECU），较小银行另作规定；（2）单一执照原则，即在任一成员国领取了执照的银行，就可以在欧共体范围内自由设立机构，无限制提供金融服务；（3）确定母国控制原则，但东道国出于货币政策或市场风险考虑也可以对外国银行分支机构进行管理。

欧盟的统一监管目前主要体现在以下几个方面：

第一，存款保险制度。1994年5月，欧盟通过了《存款保险计划指导原则》，要求所有欧盟国家在1995年7月之前引入一项存款保险计划，该计划应具备下列主要特征：（1）对每个存款人的最低保险额在20 000埃居以上；（2）在国外分行的存款保险，除非参与东道国更优惠的计划，否则，存款保险参照母国计划；（3）将金融机构和保险公司的存款，以及银行发行的债权排除在保险范围之外。《存款保险计划指导原则》为欧盟成员国的存款保险计划的建立提供了最低

的参照标准，但也准许欧盟各国在这一最低标准之上根据各国的情况自主设计，其中包括保险金额、投保范围等。

第二，资本标准。1995年12月31日，欧盟制定的《资本充足性指令》生效。这个指令当是欧盟将银行和投资公司置于一个大体一致的监管体制之下的第一次尝试。在此之前，欧洲委员会的银行业咨询委员会批准了《资本充足性指令》的一项解释：欧盟允许各国监管者让银行使用自己的内部风险评估模型进行日常计算。如果巴塞尔规则下的风险评估资本要求高于资本充足性指令要求，银行可增加持有的资本量，但是不允许根据风险评估模型减少资本充足性指令要求的数量。

第三，审慎监管。从《第一号银行指令》开始，欧盟通过一系列指令形式对大部分审慎性监管要求进行了统一规范。如建立并表监管的基本框架；统一银行年度报表和综合报表的规则；统一银行业信息披露的监管标准；定义银行资本；建立最低风险加权资本要求；要求监管者在联合的基础上对银团的经营进行监管；限制银行向单个公司或集团贷款所能承受的最大风险，等等。这些指令涉及金融监管的众多方面，建立了欧盟统一监管的法律基础。

第四节　金融监管国际协调的未来发展

金融监管国际协调面临的困难

金融监管的国际协调活动还有待实质性的推进。双边的监管协调缺乏一种稳定的机制予以保障。谅解备忘录要么流于形式，要么只有一些零散的信息交流活动。多边的国际协调主要靠国际性的监管组织，而这些组织的权力有限；它们通过的决议、原则、标准对成员国并没有法律约束力，有时流于理念上的探讨。即使在欧盟，虽然实现了部分的统一监管，但金融监管权力却仍然分散在各国监管当局手中。

国际监管协调面临着以下一些障碍：

第一，在国际关系的处理上，国家行动遵循国家利益至上的原则，即以本国的国家利益为导向来处理国际经济关系。在金融监管的国际协调中，如果协调可能引致收益，则各国采取积极合作的态度；如果不合作甚至违背合作的承诺能带来更大的收益，则国家也有足够的动机不合作或违约。在现实的国际监管制度安排下，对各国的违约或者说不合作，没有相应的惩戒制度。

第二，金融监管的国际协调意味着各国在监管政策方面失去了选择自由，即

各国无法根据市场的现实情况来灵活地制定监管政策。如果本国在监管制度安排上的目标和国际协调制度所追求的目标不一致，自主性的丧失将影响本国目标的实现。而统一的监管标准和统一监管将使各国在不同程度上让渡本国的监管权利。主权的让渡对任何国家都是一个十分艰难的问题。

第三，各国金融业的发展水平不同，发展的目标不一样，发展的理念也各有差异，这不能不使各国在金融监管的国际协调上面临困难。尤其是发达国家和发展中国家之间在金融发展上的差异和金融监管上的不同要求更使得国际协调困难重重。目前各国金融监管制度各不相同，即使采取同样的监管制度，具体的法律安排上也还存在差异。这种差异提出了协调的需要，但同时又成为协调的障碍。

第四，国际三大金融监管协调组织纷纷提出了各自领域内的监管标准，希望通过市场的力量来推动各国政府采纳这些标准。由于各国发展水平不一，国际监管标准的选择往往采取最低标准，但允许在最低标准之上实施更高的标准。这种选择一方面降低了监管的有效性，另一方面也不能从根本上杜绝监管差异引致的监管竞争和套利。而且，监管标准的制定是协调各国利益的过程。程序烦琐，时间跨度长，难以根据现代金融的发展适时进行调整，落后于发展的需要。

第五，三大国际金融监管组织，不像世界贸易组织那样可以通过对成员国有法律约束力的协议来建立国际规则，也不具有国际货币基金组织那样通过援助来施加政策压力的实力。它们在很大程度上是一个多边论坛，不拥有实质性的决策和执行权力。

金融监管国际协调的未来发展

观察金融监管国际协调的未来发展，有两个视角，不能偏废。

首先，随着金融国际化程度的不断推进，加强金融监管国际协调的需求会越来越强烈，现代金融的国际协调和统一化发展趋势将不断加强，监管的标准规则、信息技术以及机构体系的统一化也将得到提升，局部的统一监管局面将继续推进、扩展，全球金融监管则将进入全面协调和统一监管并存的格局。

第一，全球范围的监管合作意向越来越强，金融监管的国际协调在国际金融领域的作用将不断增强，金融监管的国际协调将成为国际经济关系中一种重要的常规制度安排。

第二，金融监管国际协调的范围将扩大：一是越来越多的国家将加入金融监管的国际协调体系中来，新兴市场国家将在金融监管的国际协调中发挥重要作用；二是金融监管国际协调的领域将不断扩大，协调的内容将不断扩充。

第三，国际金融监管协调机制将不断完善，国际社会将在不断完善现有的协

调机制的基础上，向建立统一的标准迈进；制度性框架和监管将日益成为各国金融经济发展的约束条件。

第四，世界范围内某些领域的统一监管将取得进展。在国际范围内，由于国家众多及金融发展水平的不一致，全面地实现统一监管存在很大的困难，但是在局部领域实现统一监管还是有可能的。巴塞尔委员会提出的资本标准正在被大多数国家所接受，这实际上就是统一监管的一个雏形。至于区域性的统一监管，在欧盟也将逐步推进。

第五，国际社会对金融监管协调的重视将使得现有的国际金融监管协调组织发挥越来越重要的作用；各国也将对这些国际协调组织提出一些新的要求，它们的组织结构和监管架构可能会做出一些相应的调整。此外，随着这些监管协调组织在国际金融监管中发挥的作用日益增强，金融实力强大的发达国家出于保护本国金融利益的考虑，将会更加介入这些国际金融协调组织。

第六，金融业务的融合和金融集团化发展是现代金融发展的一个趋势，与此相对应，金融集团的合作监管将成为金融监管国际协调的重点。这也会推动对所有金融业务监管实施统一协调的国际性组织的建立。现有的巴塞尔委员会、国际证券委员会组织、国际保险监管联合会的国际协调组织格局也可能向统一性的协调组织方向演化。

金融监管国际协调必将强势推进，这是一个不可忽视的视角。与之同时，也有一个不可忽视的视角，那就是金融监管国际协调的推进不可能脱离国际政治、经济总体的约束。在上面讲到金融监管国际协调面临的困难时，已经碰到这样的约束。比如，不同的经济发展水平，国家的主权，民族的传统，如此等等，均不可能使金融监管成为全然超国界的制度安排。由此产生的矛盾将会长期存在。

[复习思考题]

1. 就金融国际化论证对金融监管国际协调的必要性。

2. 弄清金融监管溢出效应、监管竞争和监管套利这些概念的内容，把握金融监管国际协调的复杂性，理解金融监管国际协调面临的困难。

3. 金融监管国际协调虽然面对种种困难和阻力，但总的说来是不断发展的趋势，这意味着存在合作的共同基础。试加以分析。

4. 你是否知道我国参与国际金融监管协调的情况？

5. 对于金融监管国际协调的国际组织、金融监管国际协调的层次这些距离日常生活较远的事务，可以从哪些途径获取相关信息？

普通高等教育“十五”国家级规划教材·金融学
普通高等教育“十五”国家级规划教材·金融学

第六篇

专论

第二十三章

金融与发展

第一节　金融与经济增长

金融与发展述要

在第二次世界大战后的最初20年，西方主流的经济发展理论与金融理论基本上是相互分离的。20世纪60年代，以雷蒙德·W·戈德史密斯（Raymond W.Goldsmith）为代表的一批经济学家肯定金融发展（financial development）对于一国的经济增长有不可或缺的作用。70年代，罗纳德·麦金农（Ronald Mckinnon）的《经济发展中的货币与资本》和爱德华·肖（Edward Shaw）的《经济发展中的金融深化》论证了金融部门与经济发展之间存在着密切的关联。他们指出，由于发展中国家存在广泛的“金融压抑（financial repression）”现象，阻碍了金融发展，从而制约了经济增长。所以发展中国家应将金融自由化（financial liberalization）、金融深化（financial deepening）作为发展政策的核心。自此，发展中国家先后推开了以金融

发展为目标的金融体制改革。同时，发达国家也相继放松金融管制。一场在全球范围内的金融自由化运动迅速扩展。

金融自由化运动解除了束缚在金融业身上的种种陈规，金融业获得了长足的进步，推动了经济的增长。但从世界一些国家实施金融自由化的经验教训看，即使是内容大体相同的改革，发达国家和欠发达国家实施的结果不同；即使同为发展中国家，经济发展水平也大体相近，其改革的经济社会后果也往往存在相当大的差异；某些发展中国家的金融自由化也出现了许多问题。而且，自 20 世纪 80 年代至今，金融危机频繁爆发，先后发生了拉美债务危机、墨西哥金融危机、东南亚金融危机等，迫使人们从理论和实践上重新认识金融深化、金融自由化→金融发展→经济增长的逻辑。经过这样的实践过程，简单鼓吹自由化的倾向则逐步转到强调需要作具体分析、审慎推进的思路。特别是随着全球经济发展和金融发展不断提出新的重大课题、历史任务并未完结的金融自由化要求则日渐融入新的重大课题之中。

金融发展的含义

金融发展（financial development），作为一个专用术语，按照戈德史密斯的解释，是指金融结构的变化。金融结构包括金融工具的结构和金融机构的结构两个方面；不同类型的金融工具与金融机构组合在一起，构成不同特征的金融结构。一般来说，金融工具的数量、种类、先进程度，以及金融机构的数量、种类、效率等的组合，形成发展程度高低不同的金融结构。金融发展程度越高，金融工具和金融机构的数量、种类就越多，金融的效率就越高。

衡量金融发展的基本指标

对于金融发展的程度，一是根据对金融发展的释义，通过对金融结构状态的数量指标来度量；二是通过金融发展状态与经济增长的相互关系指标来度量。

1. 金融内部结构指标：

（1）主要金融资产如短期债券、长期债券和股票等占全部金融资产的比重；

（2）金融机构发行的金融工具与非金融机构发行的金融工具之比率，该比率是用以衡量金融机构化（financial institutionalization）程度的尺度；

（3）在非金融机构发行的主要金融工具中，由金融机构持有的份额，该比率是用以进一步衡量金融机构化程度；

（4）主要金融机构如中央银行、商业银行、储蓄机构及保险组织的相对规模；

(5) 各类金融机构的资产之和分别占全部金融机构总资产的比率，该比率称为“分层比率 (gradation ratio)”，用以衡量金融机构间的相关程度；

(6) 主要非金融部门的内源融资（如公司本身的资本积累）和外源融资（主要指通过金融渠道的资本融入）的对比；

(7) 在外部融资方面，国内部门（主要是国内金融机构）和外国贷款人在各类债券和股票中的相对规模，等等。

2. 金融发展与经济增长的相互关系指标：

(1) 金融相关率 (financial interrelation ratio)

金融相关率指标，因其简单、适用、合理而被广泛使用。

所谓金融相关率，是指某一日期一国全部金融资产价值与该国经济活动总量的比值。金融资产包括：非金融部门发行的金融工具（股票、债券及各种信贷凭证）；金融部门，即中央银行、存款银行、清算机构、保险组织和二级金融交易中介发行的金融工具（通货与活期存款、居民储蓄、保险单等）和国外部门的金融工具等。[①] 在实际统计时，常常用国民生产总值或国内生产总值来表示经济活动总量。

(2) 货币化率 (monetization rate)

任一国的产品和服务均可作这样的二分法：通过货币进行交易的和不通过货币进行交易的。在我们的习惯用语中，前者称为货币经济；后者称为自然经济。货币化率就是指一国通过货币进行交换的商品与服务的值占国民生产总值的比重。这个比重越高，说明一国的货币化程度越高。随着商品经济的发展，使用货币作为商品与服务交换媒介的范围越来越广。对于这种现象，通常就叫做社会货币化程度的不断提高。

这样的道理并不难懂。但由于可以直接使用的统计数据极为缺乏，所以要具体数量化，难度极大。后来，有的学者采用货币供给量与 GDP 的比值来间接表示货币化的程度。这样的数字很容易获得，一国的不同阶段以及国与国之间也有可比性。但这样的间接表示方法只能在有限的条件下使用。当一国经济的货币化程度从低向高发展的过程中，货币供给量的增长相对于 GDP 的增长一般会有较快的递增速度。但有时却会出现货币供给量的绝对值超过 GDP 绝对值，也即比值大于 1 的情况。如中国从 20 世纪 90 年代中期开始就是如此。整个经济完全货币化，货币化率的极限也只能是 1。大于 1 的数值，显然就不适用了。

---

① 戈德史密斯从理论上探讨了金融相关比率与众多金融内部结构指标的关系，可以参阅戈德史密斯：《金融结构与发展》，中译本，北京，中国社会科学出版社，1993。

除了以上提到的指标外，还可以根据研究的实际需要构造适宜的金融发展指标进行实证分析。比如，金融体系的负债（现金＋银行与非银行金融机构的活期以及有息负债）与GDP的比值，称之为流动性负债比率，可用来衡量金融深度，与金融相关率的用意类似；商业银行—中央银行比率，即商业银行资产除以商业银行与中央银行资产之和，这是分析商业银行与中央银行在配置社会储蓄中的规模对比；私人信贷比率，即分配给私人部门信贷与国内总信贷的比率，以及通过金融中介分配给私人部门的信贷与GDP的比率，来衡量信贷在私人部门与公共部门之间的分配；股票市场成交量比率（即股票成交量/GDP）以及股票的换手率（即股票成交量/流通股本）来衡量股票市场发展程度，等等。

在衡量金融发展的程度时，需要区别质与量两个方面。以上指标，都是数量的指标。有的数量指标可能单纯反映量的变化，大多则包含质的变化，如反映金融结构的优化、金融风险的降低、金融效率的提高等。也正是在质与量的结合中，金融发展才成为经济增长的重大推动力量。这是在分析中要特别注意的。

金融发展与经济增长的实证检验

戈德史密斯在《金融结构与发展》一书中，详尽地研究了截至1963年的近100年内30多个国家金融发展状况，得出以下主要判断：（1）从纵的方向看，在一国的经济发展过程中，金融资产的增长比国民财富的增长更为迅速。因此，金融相关比率有提高的趋势。但金融相关率的提高并不是无止境的。一旦经济发展到一定水平，金融相关比率的变动即趋于稳定。（2）从横的方向看，经济欠发达国家的金融相关率比欧洲和北美国家的金融相关率低得多。20世纪60年代初期，欠发达国家的金融相关率通常在1/3～2/3之间，而美国与西欧在19世纪末期已达到并超过这一水平。这也体现了两类国家在金融发展上的时代差别。（3）金融相关率还受到一国经济结构基本特征，诸如生产集中程度、财富分配状况、投资动力、储蓄倾向等等的影响。这些特征反映在非金融部门发行的债权和股权证券与国民生产总值的比率中。该比率越高，说明储蓄与投资的分离程度越高。（4）在大多数国家中，金融机构在金融资产的发行与持有上所占份额随经济发展显著提高。（5）从直接融资的内部结构来看，随着金融机构的发展，债权比股权增长更快（许多国家限制金融机构持有股票），而且长期债权的增长快于短期债权。金融机构持有大部分债权，相反，公司股票则主要由个人持有。发达国家股票与债权的比率高于不发达国家，而且在发达国家金融机构持有的股票份额高于不发达国家，并有继续增长的趋势。（6）随着金融的发展，银行资产占金融机构全部资产的比重趋于下降，非银行金融机构的资产占有比重相应提高。目前在一

些发达国家，非银行金融机构的金融资产总额已超过银行资产总额。这种趋势可能与金融创新导致能够部分替代货币的金融资产不断增多有关。(7) 在金融发达的国家，融资成本（主要包括利息和其他费用）明显低于不发达国家的水平。不过，从19世纪中期以来，西欧与北美并未出现融资成本长期下降的趋势。

戈德史密斯等人的研究开用定量方法描述金融发展之先河，揭示了一些金融发展的规律性趋势。需要注意，上面引述的几点，有的并不一定反映必然的趋势；反映规律性的判断，也往往是以一定的条件为前提。

不过，戈德史密斯并没有明确得出金融发展与经济增长之间所存在的是正相关还是负相关的关系，而只是从数据分析中得出大多数国家经济发展与金融发展大致平行的结论。对于金融因素是否促进了经济的加速增长，或者金融发展是否反映了经济增长，戈氏谨慎地认为尚"无把握建立因果机制"。

20世纪90年代以后涌现的许多实证研究则为金融发展促进经济增长的观点提供了有力支持。比如，罗伯特·G·金（Robert G.King）和罗斯·列文（Ross Levine），研究了77个国家1960—1989年的状况[①]，发现金融发展与经济增长存在显著的正相关：60年代以后的30年内，人均GDP增长率、人均资本增长率和人均生产率增长率与金融深度指标都存在显著的正相关关系。鉴于资本市场的重要性，罗斯·列文和萨拉·泽维斯（Sara Zervos）研究了41个国家1976—1993年股票市场与长期经济增长的关系[②]，数据分析说明股票市场的发展与经济增长正相关。

罗斯·列文、诺曼·罗依茨（Norman Loayza）和索思顿·贝克（Thorsten Beck）又分析了71个国家1960—1995年金融发展与经济增长的关系。[③] 他们选择了流动性负债比率、商业银行—中央银行比率和私人信贷比率三个金融发展指标，其统计数据见表23—1。分析的结果说明金融发展对经济增长的促进作用在统计上是显著的，而且促进作用相当大。比如，1960—1995年印度的私人信贷

---

① 参见 King, Robert G, and Levine, Ross, *Financial Intermediation and Economic Development*, in Financial Intermediation in the Construction of Europe, Eds, Colin Mayer and Xavier Vives, London: Center for Economic Policy Research, 1993, pp. 156 – 89. King, Robert G, and Levine, Ross, "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", *the Quarterly Journal of Economics*, Aug, 1993, 108 (3), pp. 717 – 37. King, Robert G, and Levine, Ross, "Finance, Enterpreneurship, and Growth: Theory and Evidence", *the Journal of Monetary Economics*, Dec, 1993, 32 (3), pp. 513 42

② 参见 Levine, Ross and Zervos, Sara. "Stock Market Development and Long-Run Growth", *the World Bank Economic Review*, 1996, Vol10, No. 2, 323 339.

③ Ross Levine, Norman Loayza and Thorsten Beck (1999), *Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes*, World Bank Policy Research Working Paper 2059.

比率为19.5%，发展中国家的平均值为25%，如果印度的私人信贷比率达到发展中国家的平均值，根据他们的测算，印度的实际人均GDP增长率将提高0.6个百分点。

表23—1　　金融中介的总体发展状况（1960—1995年）（%）

	流动性负债比率	商业银行—中央银行比率	私人信贷比率
平均值	43.44	78.16	38.29
中间值	37.48	83.89	27.01
最大值	143.43	98.99	141.30
最小值	9.73	23.72	4.08
标准差	25.61	18.26	28.71

注：流动性负债比率＝金融系统的流动性负债（通货＋金融机构的活期存款和付息债务）/GDP×100

商业银行—中央银行比率＝存款货币银行资产/（存款货币银行资产＋中央银行资产）×100

私人信贷比率＝存款货币银行及其他金融机构向私人部门提供的信贷/GDP×100

中国有关金融发展的数据

在我国，随着改革开放政策的实施推进，随着金融体制改革的不断深化，货币化率和金融相关率快速提高。

就货币化率而言，在改革开放前，虽然总体上也是上升趋势，但增长速度平缓。这是集中计划经济体制所决定的。那时的现金发行相当于*M0*；各项存款加现金发行相当于广义货币*M2*。改革开放以后，*M0*、*M1*和*M2*分别占名义GDP的比重陡转直上，反映了市场机制建设的成功推进。表23—2和表23—3，图23—1和图23—2极为具体地说明了改革开放前后的变化。

表23—2　　中国的货币化率（1952—1977年）　　单位：亿元

年份	GDP	各项存款	现金发行	各项存款加现金发行	现金加存款占GDP比重	现金发行占GDP比重
1952	679.0	93.3	27.5	120.8	17.79	4.05
1953	824.0	107.6	39.4	147.0	17.84	4.78
1954	859.0	152.5	41.2	193.7	22.55	4.80
1955	910.0	141.7	40.3	182.0	20.00	4.43
1956	1 028.0	134.1	57.3	191.4	18.62	5.57
1957	1 068.0	165.5	52.8	218.3	20.44	4.94
1958	1 307.0	295.3	67.8	363.1	27.78	5.19

续前表

年份	GDP	各项存款	现金发行	各项存款加现金发行	现金加存款占 GDP 比重	现金发行占 GDP 比重
1959	1 439.0	398.7	75.1	473.8	32.93	5.22
1960	1 457.0	459.8	95.9	555.7	38.14	6.58
1961	1 220.0	488.7	125.7	614.4	50.36	10.30
1962	1 149.3	409.6	106.5	516.1	44.91	9.27
1963	1 233.3	414.0	89.9	503.9	40.86	7.29
1964	1 454.0	439.5	80.0	519.5	35.73	5.50
1965	1 716.1	481.0	90.8	571.8	33.32	5.29
1966	1 868.0	553.6	108.5	662.1	35.44	5.81
1967	1 773.9	575.1	121.9	697.0	39.29	6.87
1968	1 723.1	625.1	134.1	759.2	44.06	7.78
1969	1 937.9	641.7	137.1	778.8	40.19	7.07
1970	2 252.7	704.3	123.6	827.9	36.75	5.49
1971	2 426.4	767.6	136.2	903.8	37.25	5.61
1972	2 518.1	776.3	151.2	927.5	36.83	6.00
1973	2 720.9	865.0	166.1	1 031.1	37.90	6.10
1974	2 789.9	897.5	176.6	1 074.1	38.50	6.33
1975	2 997.3	975.1	182.6	1 157.7	38.62	6.09
1976	2 943.7	978.5	204.0	1 182.5	40.17	6.93
1977	3 201.9	1 063.8	195.4	1 259.2	39.33	6.10

资料来源：1952—1996 年《中国金融统计》；中国国家统计局网站：http://www.pbc.gov.cn。

表 23—3　　中国的货币化比率（1978—2000 年）　　单位：亿元

年份	GDP	*M2*	*M1*	*M0*	*M2* 占 GDP 比重	*M1* 占 GDP 比重	*M0* 占 GDP 比重
1978	3 624.1	1 070	859.5	212.0	29.52	23.72	5.85
1979	4 038.2	1 350.3	1 069.4	267.7	33.44	26.48	6.63
1980	4 517.8	1 721.3	1 315.7	346.2	38.10	29.12	7.66
1981	4 862.4	2 231.6	1 636.6	396.3	45.90	33.66	8.15
1982	5 294.7	2 670.9	1 885.1	439.1	50.44	35.60	8.29
1983	5 934.5	3 190.6	2 165	529.8	53.76	36.48	8.93
1984	7 171.0	4 440.2	2 845.2	792.1	61.92	39.68	11.05
1985	8 964.4	5 196.6	3 011.4	890.0	57.97	33.59	9.93
1986	10 202.2	6 721.0	3 910.2	1 218.4	65.88	38.33	11.94
1987	11 962.5	8 349.7	4 622.2	1 454.6	69.80	38.64	12.16

续前表

年份	GDP	M2	M1	M0	M2 占 GDP 比重	M1 占 GDP 比重	M0 占 GDP 比重
1988	14 928.3	10 099.6	5 757.3	2 134.0	67.65	38.57	14.29
1989	16 909.2	11 949.6	6 216.0	2 344.0	70.67	36.76	13.86
1990	18 547.9	15 293.4	7 529.5	2 644.0	82.45	40.59	14.25
1991	21 617.8	19 349.9	9 501.7	3 177.8	89.51	43.95	14.70
1992	26 638.1	25 402.7	13 104.6	4 336.0	95.36	49.19	16.28
1993	34 634.4	34 879.8	16 280.4	5 864.7	100.71	47.01	16.93
1994	46 759.4	46 923.5	20 540.7	7 288.6	100.35	43.93	15.59
1995	58 478.1	60 749.5	23 987.1	7 885.3	103.88	41.02	13.48
1996	67 884.6	76 094.9	28 514.8	8 802	112.09	42.00	12.97
1997	74 462.6	90 995.3	34 826.3	10 177.6	122.20	46.77	13.67
1998	78 345.2	104 498.5	38 953.7	11 204.2	133.38	49.72	14.30
1999	81 910.9	119 897.9	45 837.2	13 455.5	146.38	55.96	16.43
2000	89 404.0	134 610.3	53 147.2	14 652.7	150.56	59.45	16.39

资料来源:《中国统计年鉴(2000)》、《中国人民银行统计季报》各期、《中国人民银行年报》各期。

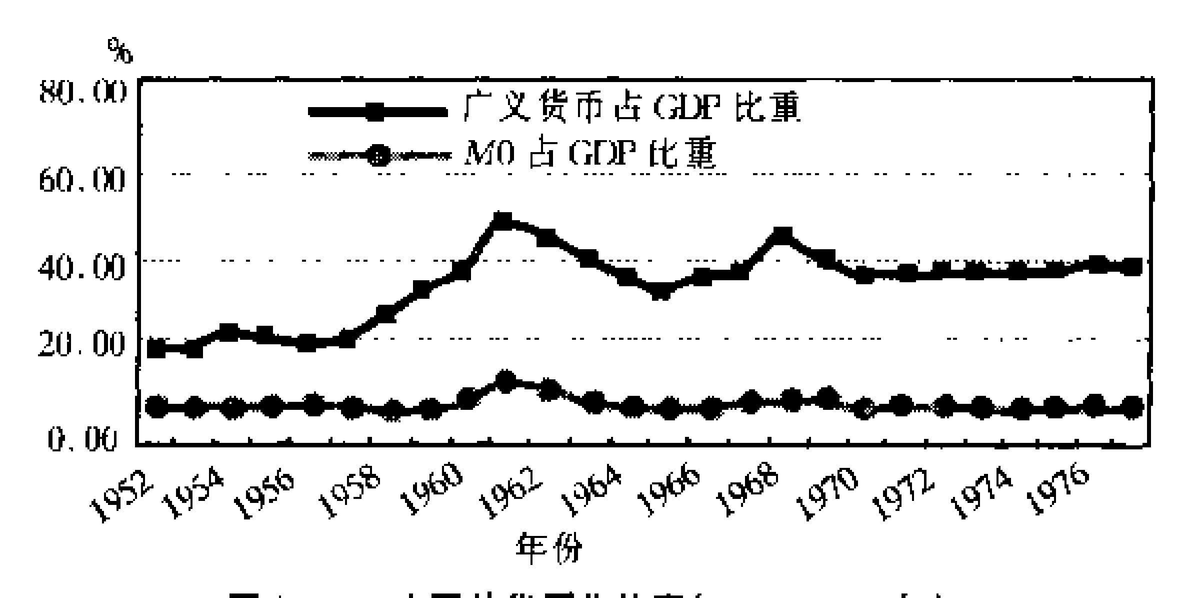


图 23—1 中国的货币化比率(1952—1997年)

改革开放以来，伴随着我国经济的快速发展，金融资产的规模和结构均有了极大的改观。金融资产的总额由 1979 年的2 162.6亿元增加到 2000 年的153 311.5亿元，增长了近 70 倍。相应地，金融相关率由 53.6% 提高到 171.5%。就金融资产的结构而言，由单一的金融机构资产形态（曾主要表现为贷款），发展为包括银行贷款、债券、股票、保单等在内的多样化金融资产格局。有关中国金融资产构成及相关比率见表 23—4，而金融相关率的显著升势，可由图 23—4 直观地得到反映。

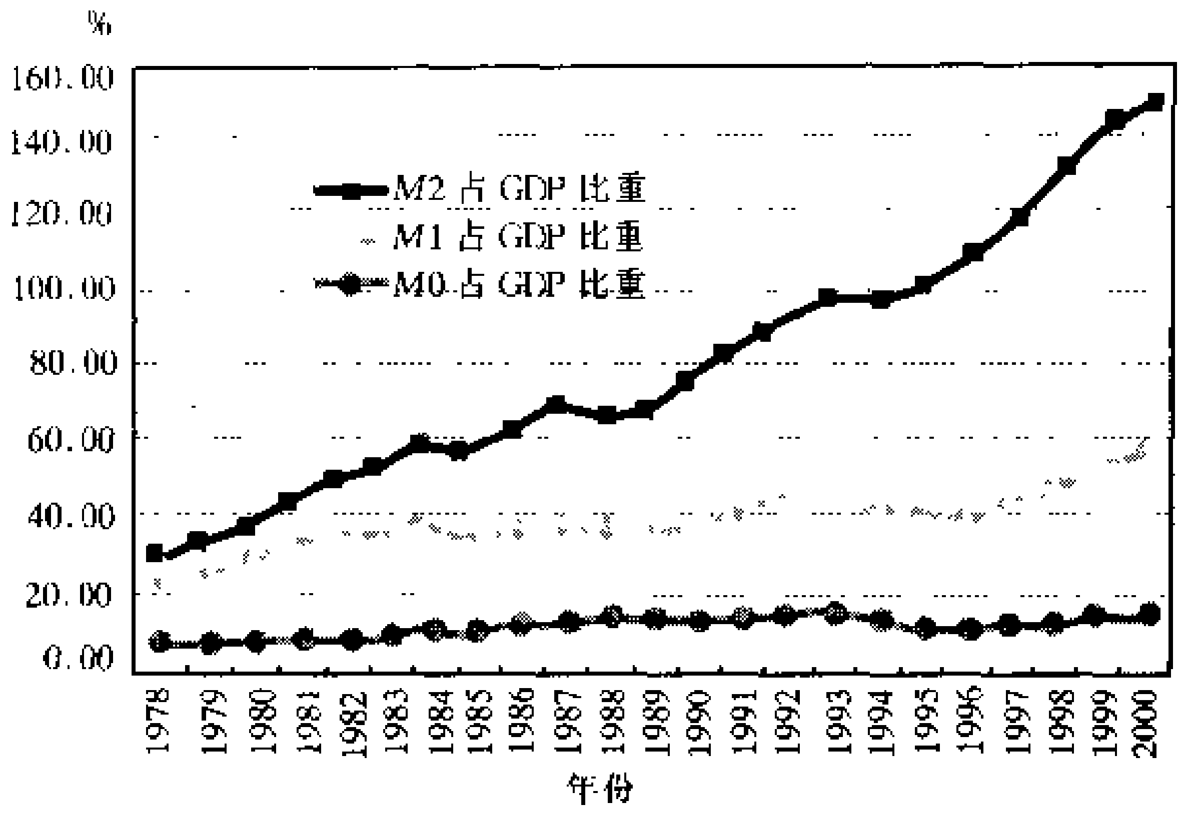


图 23—2 中国的货币化比率(1978—2000 年)

表 23—4 **中国金融资产构成及金融相关比率** 单位：亿元

年份	金融机构资金运用	债券余额	股票流通市值	保费余额	金融资产总计	名义 GDP	金融相关率(%)
1979	2 162.6				2 162.6	4 038.2	53.6
1980	2 624.3				2624.3	4 527.8	58:0
1981	3 170.8	48.7			3 219.5	4 862.4	66.2
1982	3 618.4	92.5			3 710.9	5294.7	70.1
1983	4 124.9	134.1			4 259	5 934.5	71.8
1984	5 370.4	176.6			5 547	7 171	77.4
1985	6 398.4	242.2		25.7	6 666.3	8 964.4	74.4
1986	8 462.4	323.1		42.4	8 827.9	10 202.2	86.5
1987	10 547.4	517		67.1	11 131.5	11 962.5	93.1
1988	12 470.4	936.5		94.8	13 501.7	14 928.3	90.4
1989	14 650.6	1 270.5		122.9	16 044	16 909.2	94.9
1990	18 360.6	1 170.7		155.8	19 687.1	18 547.9	106.1
1991	22 596.6	15 09.2		209.7	24 315.5	21 617.8	112.5
1992	27 152.7	2 247.9		342.9	29 743.5	26 638.1	111.7
1993	38 173.6	2 452	862	456.9	41 944.5	34 634.4	121.1
1994	49 594.4	3 063.8	969	376.4	54 003.6	46 759.4	115.5
1995	59 461.7	5 655.4	938	453.3	66 508.4	58 478.1	113.7
1996	72 867.0	7 468.8	2 867	538.3	83 741.1	67 884.6	123.4

续前表

年份	金融机构资金运用	债券余额	股票流通市值	保费余额	金融资产总计	名义 GDP	金融相关率(%)
1997	90 510.2	9 640.2	5 204	772.7	106 127.1	74 462.6	142.5
1998	102 308.3	13 682.7	5 746	1 255.9	122 992.9	78 345.2	157.0
1999	110 724.8	17 887.0	8 214	1 406.2	138 232	81 910.9	168.8
2000	115 861.5	19 766.5	16 087.5	1 596	153 311.5	89 404	171.5

注：1985 年以前的金融资产总额的数据用国有银行资金运用替代。1985 年以后数据为金融机构资金运用（不含有价证券投资）、债券余额、国内股票流通市值和国内保费余额四项之和。

资料来源：米建国，李建伟：《我国金融发展与经济增长关系的理论思考与实证分析》，载《管理世界》，2002（4）。

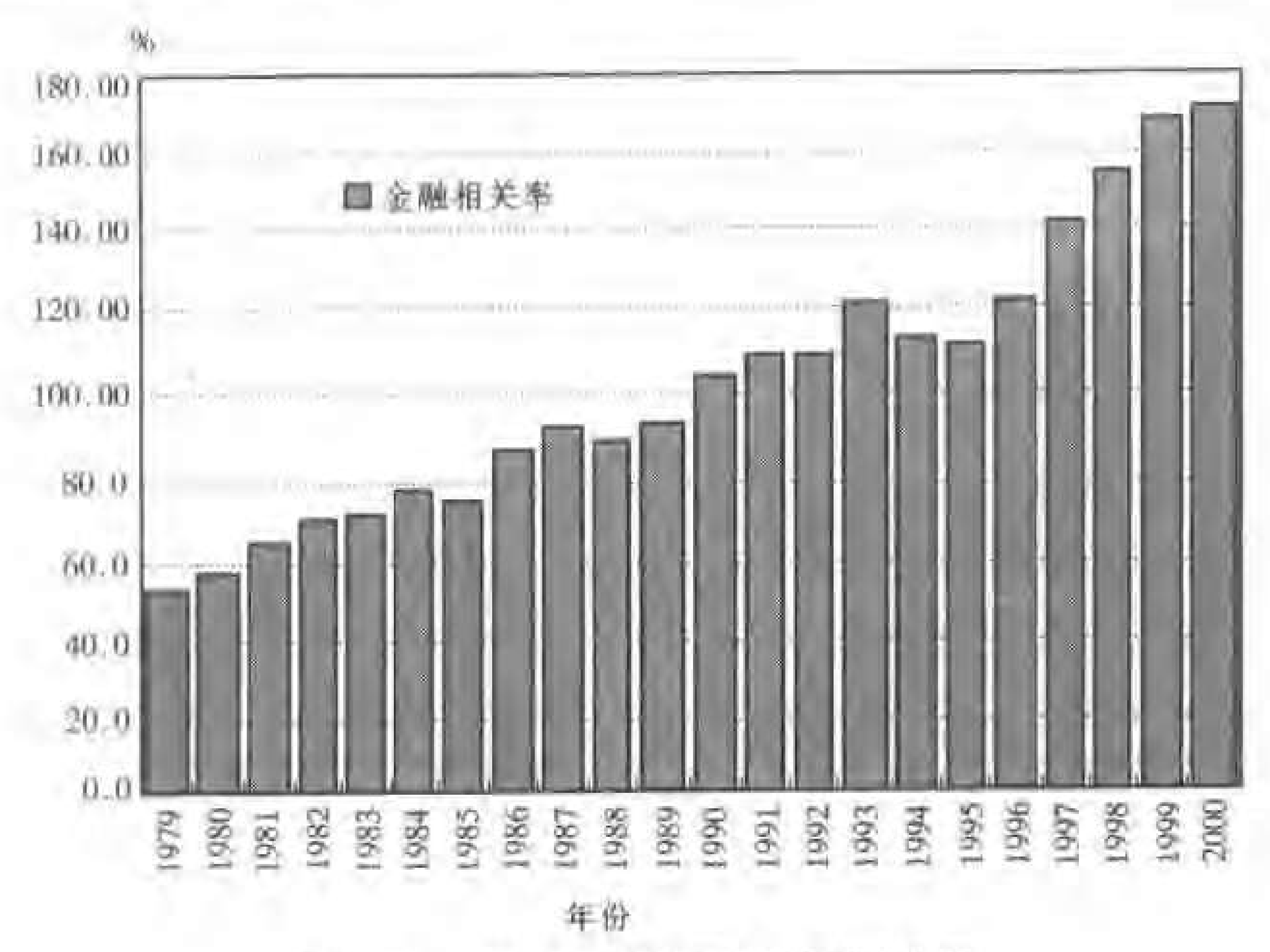


图 23—3 1979—2000 年中国金融相关变化图

不过，尽管金融机构资金运用占金融资产总额的比率呈逐渐下降的趋势，但目前仍然占绝大比重。相应地，债券、股票和保险等金融资产的份额，从无到有、逐年增长的态势十分明显，但比重依然较小（见图 23—4）。

有必要指出，由于各国的经济、金融结构与发展模式不同，以及一国不同发展阶段的差异，使得诸如货币化率、金融相关率等一系列金融发展的衡量指标，不能通过简单的纵向或者横向比较而轻率作结论。比如，我国 1996 年的货币化

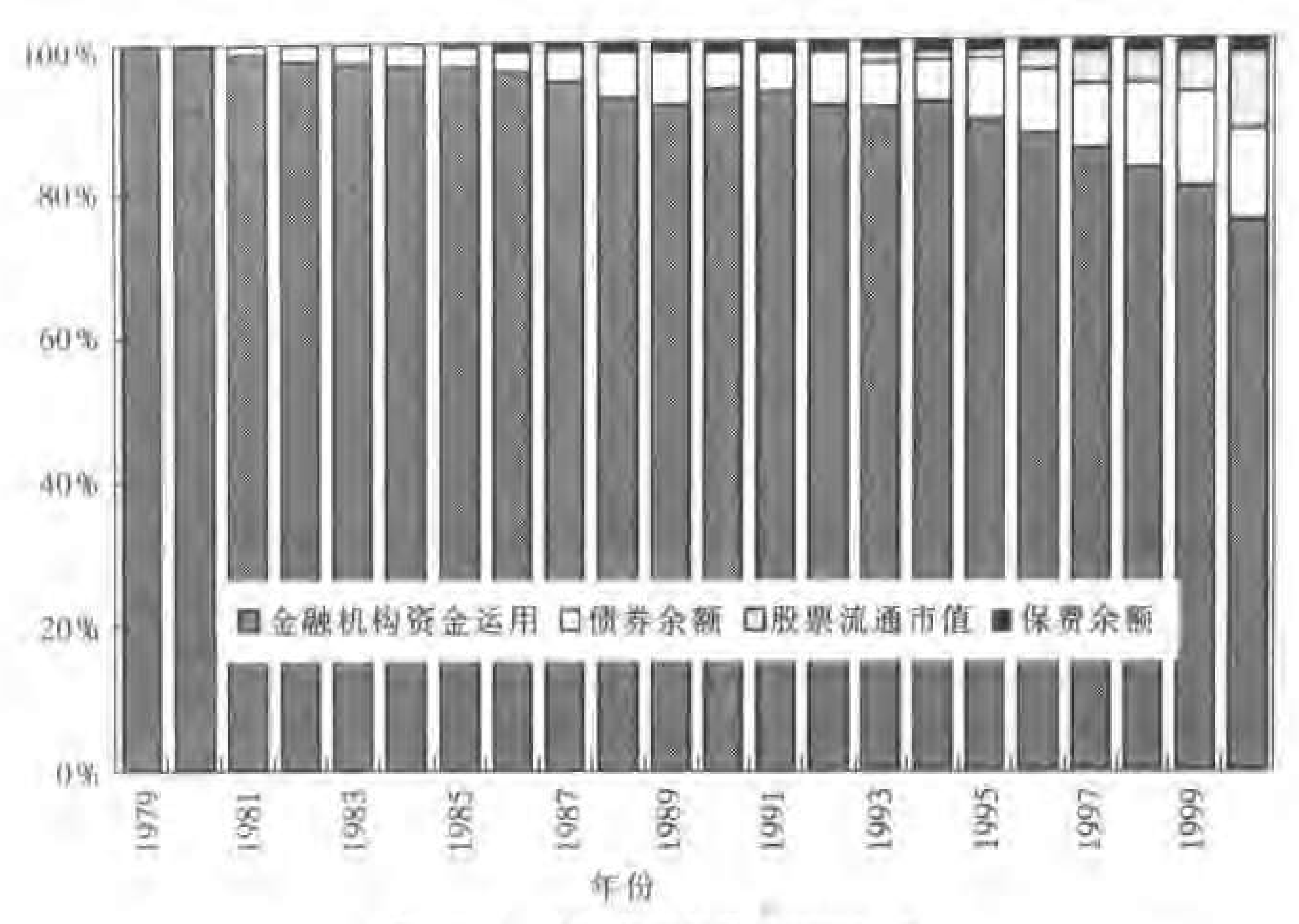


图 23—4 中国各类金融资产的构成

率（广义货币/GDP）为 112.2%，而同期美国的货币化率仅为 61.1%，却不能由此得出我国经济的货币化程度高于美国的结论。由表 23—5 给出的部分国家不同金融资产与 GDP 比率的国际比较可见一斑。

表 23—5　部分国家和地区不同金融资产与 GDP 比率的国际比较（%）

	银行部门提供的国内信贷/GDP		广义货币/GDP		准货币/GDP		股市市值/GDP	
	1990	1996	1990	1996	1990	1996	1990	1996
中国	90.0	98.0	79.2	112.2	41.4	67.0	0.5	14.0
中国香港	132.1	156.7	181.7	175.3	166.8	160.7	111.5	216.6
印度	4.7	49.8	45.8	49.4	29.9	32.3	12.9	34.4
印度尼西亚	45.5	54.6	40.4	52.5	29.1	42.7	7.1	40.3
韩国	65.3	74.5	54.3	84.0	45.5	73.8	43.6	28.6
马来西亚	77.9	131.9	66.3	121.5	44.3	91.8	113.6	309.6
菲律宾	26.9	72.2	36.8	58.7	28.2	48.1	13.4	96.2
新加坡	74.1	78.0	120.9	112.5	98.4	92.1	91.6	159.7
泰国	90.7	98.8	74.7	79.5	65.8	70.4	27.9	53.9
美国	114.4	137.5	68.6	61.1	51.8	43.5	55.1	115.6
英国	123.0	131.0	—	—	—	—	87.0	151.9
加拿大	86.6	102.1	74.9	78.7	60.3	61.1	42.6	83.9

续前表

	银行部门提供的国内信贷/GDP		广义货币/GDP		准货币/GDP		股市市值/GDP	
	1990	1996	1990	1996	1990	1996	1990	1996
法国	106.3	102.1	64.6	67.7	38.7	44.0	16.9	50.9
德国	110.0	136.7	64.4	68.1	44.2	45.4	22.9	28.5
日本	266.8	295.1	187.5	203.3	159.6	167.6	98.4	67.2
意大利	90.6	95.0	71.0	62.0	35.7	29.4	13.6	21.4
全世界平均	126.0	139.1	71.1	72.4	64.6	66.9	51.7	70.6

注：(1) 由银行部门提供的国内信贷：包括银行部门对各部门（除政府部门之外）的信贷总和。银行部门包括货币当局、存款货币银行和可获得数据的其他银行机构（其中包括不接受可转让存款，但可以接受定期和储蓄存款的机构，如储蓄和抵押贷款机构以及建筑和贷款协会等）。广义货币（*M3*）包括通货、活期存款和电子货币（*M1*）、加定期和储蓄存款、外币活期存款、存单以及证券回购协议（*M2*），加旅行支票、外币定期存款、商业票据以及互助基金的股票或居民持有的市场基金。准货币为 *M3* 减 *M1*。

(2) 中国股票市场市值包括非流通股。

资料来源：世界银行：《世界发展指标（1998)》。

第二节　金融压抑与经济增长

发展中国家普遍存在的金融压抑现象

麦金农和肖等人，将发展中国家存在的市场机制作用没有得到充分发挥、金融资产单调、金融机构形式单一、过多的金融管制和金融效率低下等现象，概括为金融压抑（financial repression)。他们分析，与发达国家相比，发展中国家的金融体制显得很落后。从金融结构的角度来考察，主要表现在这样一些方面：

1. 发展中国家的金融工具形式单一，规模有限。而发达国家的金融工具多种多样，规模庞大。

2. 发展中国家的金融体系存在着明显的“二元结构”：一是以大城市和经济发达地区为中心的由现代大银行为代表的现代部门；二是以落后的农村为中心的由钱庄、当铺、合会为代表的传统部门。

3. 发展中国家金融机构单一，商业银行在金融活动中居于绝对的主导地位，非银行金融机构则极不发达；金融机构的专业化程度低，金融效率低。而发达国家的金融机构体系却功能全面。

4. 发展中国家的直接融资市场极其落后，并且主要是作为政府融资的工具而存在；企业的资金来源主要靠自我积累和银行贷款。

5. 由于发展中国家实行严格的管制，致使金融资产价格严重扭曲，无法反映资源的相对稀缺性。具体表现是压低实际利率，高估本国货币的币值。

金融压抑的政策原因

金融压抑现象，他们分析，虽然与发展中国家经济落后的客观现实有关，但发展中国家政府所实行的金融压抑政策更是起直接作用。发展中国家的政府都想积极推动经济发展，但面对的现实是经济发展水平低，政府财力薄弱，外汇资金短缺。为获得资金实现发展战略，政府常常不得不对存贷款利率、汇率、信贷规模和投向、国际资本流动以及金融业的准入等实行全方位的限制和干预。这种压抑性的金融政策主要体现在以下几个方面：

1. 通过规定存贷款利率和实施通货膨胀政策，人为地压低实际利率

发展中国家通常以设定存贷款利率上限方式来压低利率水平；同时由于依靠通货膨胀政策来弥补巨大的财政赤字，通货膨胀率则往往居高不下。结果是实际利率通常很低，有时甚至是负数。这就严重脱离了发展中国家资金稀缺从而必然要求利率偏高的现实。过低的实际利率使得持有货币（这里指广义货币 $M2$）的实际收益十分低下，从而降低了人们对货币的需求，金融资产的实际规模也就无从得到发展。

2. 采取信贷配给的方式来分配稀缺的信贷资金

由于利率低下带来的储蓄低下、投资膨胀，发展中国家通常而临着巨大的资金短缺。面对这种情形，往往实行选择性的信贷政策，引导资金流向政府偏好的部门和产业。而这些为政府所偏好的企业和项目，大多是享有特权的国有企业和具有官方背景的私有企业，投资收益率通常并不理想。由此导致的直接后果是资金分配效率十分低下。

3. 对金融机构实施严格的控制

这种控制包括：对金融机构要求很高的法定准备金率和流动性，以便于政府有效地集中资金；严格限制金融机构的资金流向；严格限制某些种类的金融机构的发展；实施金融机构的国有化，等等。政府倾向于鼓励那些能够从中获取巨大铸币收益的金融机构和金融工具的发展，抑制其他金融机构和金融工具的发展。银行系统往往受到偏爱和保护，因为通过储备要求及强制性的持有政府债券，政府可以无息或低息为公共部门融资。私有债券及证券因为无从获取铸币税，政府则借助于交易税、印花税及资本所得税等多种形式对其进行抑制。这些控制造成的直接后果是，金融机构成本高昂，效率低下，金融机构种类单一，专业化程度低。

4. 人为高估本币的汇率

发展中国家为了降低进口机器设备的成本，常常人为地高估本币的汇率，使其严重偏离均衡的汇率水平。发展中国家产品的国际竞争力本来就处于弱势，过高的本币汇率使其更弱；经济的落后本来需要进口，过高的本币汇率使进口需求更高。其结果是汇率政策使自己陷入了更为严重的外汇短缺境地。于是不得不实行全面的外汇管制，对稀缺的外汇资源进行行政性分配。与此同时，一些持有官方执照的进口商就能利用所享受的特权赚取超额利润。在许多发展中国家实行"进口替代"政策的情况下，还加剧了重视重工业和轻视农业、轻工业的后果。

发展中国家的金融压抑政策更加重了其金融压抑的严重程度。

利率管制对经济增长的负作用

发展中国家的金融压抑政策扭曲金融领域的"价格"——利率，对经济效率所造成的损害，是它们关注的重中之重。

人为压低利率的消极作用主要表现在四个方面：(1) 低利率促使人们更关心现期消费，忽视未来消费，扭曲了公众对资金的时间偏好，从而导致储蓄水平低于社会最优水平。低的储蓄使投资也低于最优水平，最终损害经济的增长。(2) 低利率使潜在的资金供给者不去正规的金融中介机构存款，而是直接从事收益可能较低的投资，这就降低了整个经济体系的效率。(3) 政府管制的金融中介可能因地方性的、非正规的、地下的信贷市场的兴起而被削弱。(4) 由于资金成本较低，银行借款人会投资于资本密集的项目。因为利率较低，收益较低的项目也会产生利润，这就产生了对贷款的超额需求。为避免信贷扩张产生通货膨胀，政府和银行不得不在实行利率压制政策的同时，实施行政性信贷配给。一方面寻租和腐败行为难以避免，另一方面由于逆向选择的结果，整个银行体系的资产质量会下降。

图 23—5 反映了麦金农和肖对利率管制阻碍经济增长的分析。

图 23—5 中的 $S(g)$ 代表经济增长率为 g 的储蓄函数，当经济增长率提高时，$S(g)$ 向右移动。相对于利率来说，$S(g)$ 是实际利率的增函数。I 代表投资函数，它是实际利率的减函数。如果没有金融压抑，投资曲线与储蓄曲线的交点为 E，均衡利率为 r^*，与投资均衡的储蓄水平为 SI^*。FR 代表金融压抑线，即政府将存款利率人为固定在 r_1 的水平，低于均衡利率 r^*。假定此时经济增长率为 g_1，则投资被限定在与压制利率 r_1 相对应的储蓄量 SI_1 的水平。

假设政府只对存款利率而不是贷款利率施加上限，则银行会把贷款利率定在 r_3。投资者或借款者在这个利率水平上借走全部受限制的储蓄供给 SI_1，则一个

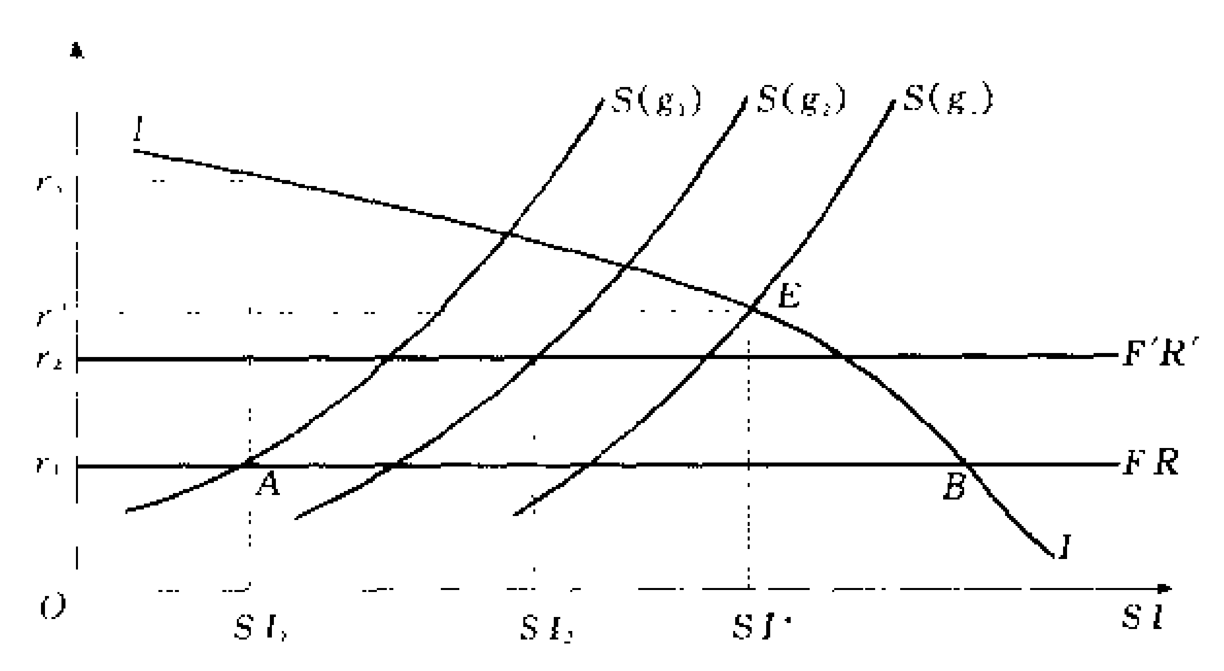


图 23—5 利率管制下的储蓄和投资

受管制但却是竞争性的银行体系可以得到对应于存贷款利差 r_3-r_1 的收益。这笔收益会远远大于非价格服务的成本，是正常利润之上的超额垄断利润，从而也可花费在非价格竞争上，如增设营业网点和做广告等。

图中的 AB 线段是：在 r_1 水平上会有的信贷需求与储蓄量可能满足信贷需求之差——超额信贷需求。这就是说，在政府限制存款利率的前提下，将存在相当大规模的超额信贷需求，在这些需求中会有投资效益好的项目。而面对大量的超额信贷需求，政府和银行只有通过信贷配给措施来分配稀缺的储蓄资金。信贷分配往往不决定于投资项目的预期回报率，相反，裙带关系、政治压力、腐败行为等，都会成为决定项目取舍的重要因素。

如果政府放宽利率管制，将图 23—5 中的利率上限从 r_1 提高到 r_2，原来的一些低收益项目被排除，总的投资回报或效率将会提高。在这一过程中，经济增长率将上升，储蓄函数移向 S（g_2），储蓄和投资将右移到 I_2。如果完全放开利率，均衡利率将由储蓄与投资的均衡点决定，储蓄和投资的规模扩大，促进经济增长率上升；储蓄函数右移，则储蓄和投资的规模扩大。这就形成良性循环。假定经济的潜在增长率为 g_3，那么 g_3-g_1 就是由于利率管制所产生的经济增长损失。

利率管制不但阻碍发展中国家的经济增长，发达国家存在的利率管制也同样产生消极影响。20 世纪 60 年代末期以后，通货膨胀上升使市场利率提高。因为银行存款利率受到利率上限的管制，市场利率与银行存款利率的差距拉大，造成了西方某些发达国家的银行体系出现了“脱媒（disintermediation)”现象。美国在 1966 年、1969 年、1973—1974 年、1978—1979 年曾四次发生银行存款大量流失和信用收缩的脱媒危机。

第三节　金融自由化与经济增长

麦金农和肖认为，金融压抑政策所带来的金融萎缩严重制约了发展中国家的经济增长，使得发展中国家陷入金融萎缩和经济萎缩的恶性循环。他们认为，发展中国家必须解除对金融资产价格的不适当管制，通过金融自由化政策、金融深化政策来促进金融部门自身的发展，进而促进经济增长，以打破这一恶性循环。

金融自由化改革的核心内容

金融自由化改革的核心内容主要有以下几方面：

1. 放松利率管制。政府维持官定利率，人为造成资金供求的均衡价格与官定价格之间存在着巨大差距。由于官定利率大大低于潜在起作用的供求均衡利率，因此，在信贷分配上出现大量的官商勾结、以权谋私等问题。为了消除这一弊病，不少发展中国家解除了对利率的管制，更多的国家则是对利率采取了较为灵活的管理方式。

2. 缩小指导性信贷计划实施范围。在实施金融自由化之前，许多发展中国家政府都对信贷分配实施指导性计划管理；在政府影响力较强的国家中，这些所谓的指导性信贷计划实际上起着指令性计划的作用。这种对金融活动的人为干预，效果大多都很差。20 世纪 70 年代中期，许多发展中国家缩小了指导性信贷计划的实施范围，而阿根廷、智利和乌拉圭三国完全取消了指导性信贷计划。

3. 减少金融机构审批限制，促进金融同业竞争。在发展中国家，一方面是金融机构数量不足，另一方面是存在着本国和外国银行登记注册中的各种障碍。不允许自由进入金融行业，势必造成金融垄断；金融垄断派生的不合理信贷分配和僵化的利率必然造成金融运行的低效率。认识到这一点，许多发展中国家将降低进入金融行业的门槛作为金融改革的一个重要内容，以促进金融同业竞争。

4. 发行直接融资工具，活跃证券市场。在放开利率管制、鼓励金融机构间竞争的同时，实行金融自由化的国家无不积极发展证券市场。具体内容是：增加可流通金融工具的发行数量，培育证券一、二级市场，完善有关的证券管理法规，适时对外开放证券市场。

5. 放松对汇率和资本流动的限制。相对于其他金融自由化措施，汇率和资本账户的放开进度要缓慢得多。由于发展中国家的管制汇率往往高估本国货币，一旦放开，可能出现本币的大幅度贬值。这对于进口依赖较强的国家会引发严重

的通货膨胀。因此，不少国家对汇率的放松持相对谨慎的态度。一般采取的是分阶段、逐步放开的方法。开放资本账户，就是本币实现资本项目可兑换，这较之实施经常项下的可兑换要复杂得多。实际上，不少工业化国家也程度不同地限制资本流动。据IMF统计，所有工业化国家在1995年初就都实现了资本项目下货币自由兑换。而发展中国家则主要是实现经常项目下的货币自由兑换。IMF成员国实行经常项下可兑换的数目，在1970年只有35个，占成员国总数的30%，到1997年初增加到137个，相应比重提高到76%。

爱德华·肖关于金融自由化对经济增长促进作用的理论说明

肖认为以取消利率和汇率管制为主的金融自由化政策具有一系列正效应。

1. 储蓄效应。取消利率管制后，随着储蓄实际收益率（实际利率）的上升，以及金融资产的多元化，私人部门储蓄的积极性提高，将使国内私人储蓄率上升。国内利率高于国际金融市场利率，在放松资本管制的条件下，还会吸引大量的外资流入。

2. 投资效应。取消利率管制后，利率将作为一种有效的相对价格引导着资源的配置。随着储蓄效应和金融中介的发展，投资规模和投资效率都将提高。一方面，金融中介的发展使得企业能在更大范围内、更方便地筹资；另一方面，金融自由化后，政府对资金的行政性分配减少，信贷资金更多地流向高收益的投资项目，使社会的投资效率得以提高。

3. 就业效应。落后经济中的失业，在某种程度上是金融压抑的结果。由低利率造成的低储蓄本来就不能为生产提供足够的资金。更为糟糕的是，由于利率的人为压低，这些和劳动力相比本来就十分稀缺的资金往往又被大量投资于资本密集型产业，从而使失业状况更为严重。而金融自由化则有助于缓解这一状况。

4. 收入分配效应。金融自由化及其相关的政策，有助于促进收入分配的平等。金融自由化可以通过提高就业增加工资收入的份额；可以减少拥有特权的少数进口商、银行借款者和资源消费者的垄断收入。金融自由化带来的资本积累还有助于改变落后经济中普遍存在的以压低农产品价格的形式进行的对农民的变相剥夺。

5. 稳定效应。通过采取适宜的金融自由化政策，改善国内储蓄流量和国际收支状况，就使得经济对国际贸易、国际信贷与国际援助等方面的波动可以有较强的承受能力。由于金融自由化导致储蓄增加，有利于改善财政收支，减少财政对通货膨胀政策的过度依赖，从而使稳定的货币政策成为可能。

6. 减少因政府干预带来的效率损失和贪污腐化。这在上面已经分析过。

麦金农关于金融自由化对经济增长促进作用的理论描述

麦金农则从金融自由化的导管效应和替代效应来解释金融自由化对经济增长的促进作用。

1. 货币与实物资本的互补性假说

传统理论一般认为，货币和实物资本作为两种不同的财富持有形式，是相互竞争的替代品。而麦金农却根据以下两个假设前提提出了货币与实物资本的互补性假说：(1) 发展中国家金融市场不发达，所有经济单位必须依靠自我积累来筹集投资所需的资金，即只限于内源融资；(2) 投资具有不可分割性，因为投资必须达到一定规模才能获得收益，所以投资者必须是在具备相应规模的资源以后才进行一次性的投资，而不可能进行零碎的、不连续的投资。

在经济单位仅限于内源融资的前提下，投资的不可分割性使得潜在的投资者必须为其投资积累足够的货币余额。因此对实物资本需求越高的经济主体，其货币需求也越大。在这样的情况下，货币和实物资本就是互补品，而不是传统理论所说的替代品。

2. 发展中国家的货币需求函数

根据货币与实物资本的互补性假说，麦金农提出了以下适用于欠发达国家的货币需求函数：

$$(M/P)^D = L(Y,\ I/Y,\ d-\pi^e) \qquad (23\cdot1)$$

式中，$(M/P)^D$ 为实际货币需求，M 为名义货币存量（指广义货币，包括定期存款、储蓄存款、活期存款及流通中的通货等），P 为价格水平；Y 为收入，I 为投资，I/Y 为投资占收入的比；d 为各类存款利率的加权平均数，π^e 为预期的未来通货膨胀率，$d-\pi^e$ 为货币的实际收益率。

在解释变量中，I/Y 与实际货币需求是正相关关系，体现了发展中国家货币与实物资本的互补性假说。

另外，强调货币存款的实际收益率 $d-\pi^e$，指出它对货币需求是正相关关系。这显然是以发展中国家普遍存在利率压制和通货膨胀为背景。在严重的利率压制和通货膨胀的情况下，货币存款的实际利率 $d-\pi^e$ 往往为负数，这制约了货币需求，当然也就制约了金融部门的发展。如果采取适当的金融自由化政策，使货币存款的实际利率 $d-\pi^e$ 提高，并转为正值，则持有货币有实际收益，就会引致实际货币积累的不断增长和货币需求的增加。

3. 金融自由化的导管效应

麦金农不但从货币和实物资本的互补性提出了发展中国家的货币需求函数，而且还得出了投资和存款货币的实际利率在一定条件下成正向关系的结论，其函

数表达式为：

$$I/Y=f\ (r,\ d-\pi^e) \tag{23·2}$$

式中，r 为实物资本的平均回报率，它与投资需求成正向关系，这与传统理论没有什么不同。需要特别说明的是，货币存款的实际利率 $d-\pi^e$ 也可能对投资有正向影响。

在货币存款的实际利率低于投资的实际回报率 r 的范围内，由于货币需求与货币存款的实际利率成正相关，实际利率的上升，就会提高人们以货币的形式进行内部储蓄的意愿。在投资不可细分的假设下，内部储蓄的增加，导致内源融资型投资上升。麦金农将货币存款的实际利率对投资的这种正向影响称做货币的"导管效应（tube effect)"——货币在一定条件下是资本积累的一个导管，而不是实物资本的替代资产。

不过，当货币存款的实际利率超过实物资本的平均回报率 r 以后，经济主体将持有货币，而不愿进行投资，货币与实物资本之间传统的"资产替代效应"依然存在。在货币存款的实际利率 $d-\pi^e$ 较低时，导管效应比较明显，因而投资将随实际利率上升而增加；但是当货币存款的实际利率上升到超过实物资本的平均回报率 r 的水平之后，资产替代效应将超过导管效应而居于主导地位，此时投资将随着利率的上升而减少。

麦金农用图 23—6 表示货币存款的实际利率与投资的相关关系。

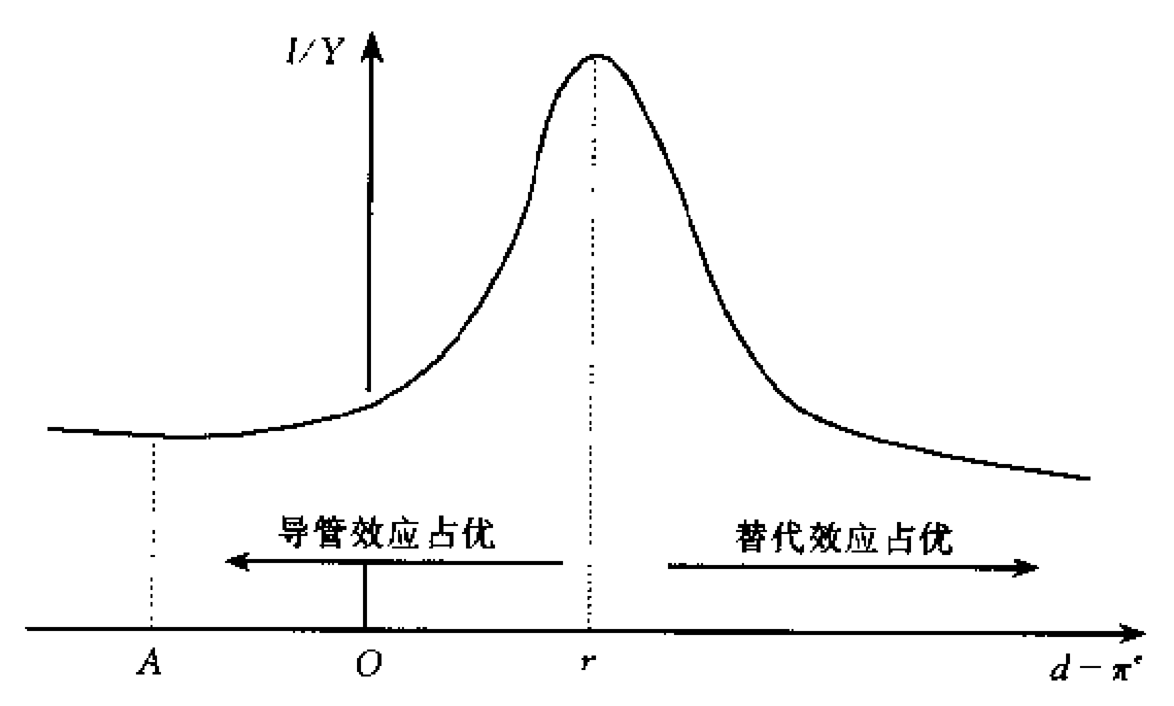


图 23—6 发展中国家货币的导管效应与资产替代效应的关系

假设某发展中国家处在金融压抑状态。由于人为压低利率和存在通货膨胀，实际利率为负，在图 26—2 中用 A 点表示，那么，通过实施适当的金融自由化政策，存款的实际利率提高，在小于实物资本的 r 的范围内，导管效应发挥作

用，投资将增加；显然，如果存款实际利率超过了实物资本的实际回报率 r，货币的资产替代效应发挥作用，投资反而下降。

上述的肖和麦金农的理论，从不同侧面揭示了金融自由化对经济增长将会产生的效应。政策结论是相同的，那就是发展中国家应该采取金融自由化政策，减少政府干预。这一观点在一定程度上促成了开始于 20 世纪 70 年代中期并且在 80 年代发展成为一股强劲浪潮的金融自由化改革。在这个浪潮中，除发展中国家之外，也包括相当数量的发达国家。

若干发展中国家的金融自由化改革

阿根廷、智利和乌拉圭这三个国家在 20 世纪 70 年代中期实施了金融自由化改革试验。它们的改革措施主要有四项：（1）取消对利率和资金流动的控制；（2）取消指导性信贷计划；（3）对国有银行实行私有化政策；（4）减少本国银行和外国银行登记注册的各种障碍。

智利的改革开始以后，通货膨胀率从 1974 年的 600％下降到 1981 年的 20％。阿根廷和乌拉圭两国的通货膨胀率则仍居高不下。实际利率水平，智利在 1980—1982 年分别为 12.1％、38.8％和 35.7％；阿根廷和乌拉圭不时出现负利率，但是，这两个国家的利率在许多时期还是相当高的。

改革过程中，许多私营企业发生财务困难。80 年代初，一些金融机构濒于破产。上述三个国家的金融当局为了救助这些破产银行，曾采取货币扩张的措施。但这种救助措施同时造成了宏观经济的不稳定。在这种情况下，阿根廷和智利被迫重新采取对金融的直接控制措施；在直接控制实施了一段时间后，才又逐渐恢复了自由化政策。

有人认为，新西兰是从严格管制的金融体系向主要依靠市场机制的金融体系过渡的范例。直到 1984 年，新西兰政府对金融的干预还十分普遍。其表现为：大部分金融机构的利率受到管制；信贷按指令分配给住宅业、农业等优先部门；强制金融媒介以低于市场的利率购买政府的公债券，等等。这些政策措施虽然刺激了农业、住宅业的投资，并为政府提供了弥补赤字的廉价资金来源，但是，由于减少了对效益较高的金融活动的资金供给，因此延缓了经济增长，并削弱了金融的稳定性和货币政策的有效性。

1984 年，新西兰政府采取了新的市场经济政策。在金融部门中，政府取消了所有利率管制和信贷指令，允许汇率自由浮动，采取销售政府公债的市场定价和支付方法，并建立了一套控制货币的新体系。为了推动金融机构之间的业务竞争，政府对新银行的建立采取鼓励态度，并扩大了允许进行外汇交易机构的范

围，等等。

韩国在20世纪60年代和70年代，一直奉行较严格的金融管制政策。在很长一段时期内，利率经常被控制在一个较低的水平上。在信贷分配总额中，有1/3以上由政府指令支配。从80年代初期开始，韩国政府采取了金融改革政策，其措施主要有：（1）对非银行金融机构进一步取消管制；（2）放松对新成立金融机构的审批管理；（3）大部分政府所有的商业银行实现了私有化；（4）政府取消了优惠贷款利率；（5）不再提出带有干预性的任何指导性信贷计划；（6）允许金融机构拓宽服务范围；（7）自1988年下半年开始，在存款利率依然受到控制的同时对大部分贷款利率已全部开放。

有关金融自由化和金融深化的实证检验

其一，金融自由化的储蓄效应，实证检验的结果却不完全一致。

所谓储蓄效应，是指金融自由化的推进，如解除利率管制等，将能提高储蓄水平。有些研究认为存在这样的效应，而另一些研究则认为不存在。比如，马克斯韦尔·J·弗莱（Maxwell J. Fry）估计了14个亚洲发展中国家1961—1983年的合并时间序列的国民储蓄函数，发现实际存款利率与储蓄显著正相关[①]；而艾尔伯特·乔文尼尼（Alberto Giovannini）研究了7个亚洲发展中国家20世纪60年代和70年代的数据，没有发现实际利率的储蓄效应[②]。

其二，关于金融自由化的投资效应的实证检验。投资效应包含两个方面：一是规模效应，指投资规模随金融自由化过程的推进而扩展；二是效率效应，指金融自由化导致投资效率提高。对于规模效应的实证检验有不同的结果，有的实证检验说明提高存款利率有助于资本积累、扩大投资数量；另有些实证检验得出相反的结果——实际利率与投资之间存在明显的负相关关系。对于利率自由化的投资效率效应的检验则比较一致，许多研究认为金融自由化有助于提高投资效率。

其三，关于金融自由化的经济增长效应的实证检验。对发展中国家20世纪60年代初到80年代末这段时期的大量的实证研究表明，实际利率与实际GDP

---

① 参见 Fry, Maxwell J. "Saving, Investment and Growth, and the Cost of Financial Repression", *World Development*, Aug., 1980, pp. 317—327. Fry, Maxwell J. *Financial Development: Theory and Recent Experiences*, 1988, Oxford Review of Economic Policy.

② Giovannini, Alberto, "the Interest Elasticity of Savings in Developing Countries: The Existing Evidence", *World Development*, 11 (July 1983), pp. 601—607.

对于中国而言，曾长期处于金融压抑状态。改革开放以来，利率管制等金融管制措施依然一直存在，但储蓄率却远高于发达国家和大部分发展中国家。这一现象显然不能简单地用金融压抑理论来解释。

增长率之间存在显著的正相关。一般来说，实际利率为正值的国家，经济增长率较高，实际利率为负值的国家，经济增长率较低，甚至为负值。

其四，金融自由化进程是不是促进了金融深化（financial deepening）？金融深化，是指金融结构的优化和金融效率的提高。

对于这一问题的计量研究是高度一致的。若以货币化比率来衡量，绝大多数国家在开始金融自由化进程以后都有金融深化的表现。其他指标，如私人投资所占比重、股票市场价值、上市公司数量、银行部门提供的信贷占 GDP 的比重等也显示金融自由化对金融深化具有促进作用。表 23—6 显示了世界总体情况。

表 23—6　　世界金融深化指标

	M3/GDP（%）		私人投资占国内固定投资比重（%）		股票市场价值（百万美元）		国内上市公司家数		银行部门提供的国内信贷/GDP（%）	
	1990	1996	1980	1996	1990	1997	1990	1996	1990	1997
低收入国家	54.4	80.8	53.9	65.0	46 507	56 860	7 086	10 375	47.0	42.1
中等收入国家	36.6	35.4	60.5	67.1	329 021	1 669 545	4 370	9 649	65.6	55.7
高收入国家	77.5	78.1	—	—	9 023 827	18 451 920	17 733	22 359	138.8	157.8
全世界	71.1	72.4	—	68.1	9 399 355	20 177 662	29 189	42 404	125.7	139.1

资料来源：世界银行：《1998 年世界发展指标》及《1998/99 年世界发展报告：知识与发展》，北京，中国财政经济出版社，1999。

总的看来，金融自由化政策的确通过各种渠道产生了促进经济增长的良性作用。实证研究中存在的一些争议只是说明了确切评价金融自由化效果的复杂性。由于各国在实施金融自由化的同时，还伴有其他经济改革措施，如财政、税收、外贸、私有化等方面的改革，各国的具体国情也千差万别，要准确地判断金融自由化对经济增长的作用是困难的。

虽然金融自由化在促进经济增长方面取得了一些成就，但是在全球金融自由化进程中，不断涌现的金融危机使人们不得不重新审视金融自由化政策。关于这方面的问题将在下章讨论。

发展中国家金融自由化改革的经验和教训

发展中国家金融自由化改革的进展状况是相当不平衡的。在已经进行的改革中，既有成功的经验，也有失败的教训。世界银行《1989 年年世界发展报告》的主题是金融自由化改革，总结的主要教训有以下几点：

1. 以金融自由化为基本内容的改革一定要有稳定的宏观经济背景。

在那些宏观经济不稳定的国家里，实行金融自由化政策，高的通货膨胀率容易导致高利率和实际汇率浮动，从而使得资金出现不规则的流动，进而引起许多企业和银行的破产。只有首先创造稳定的宏观经济背景，金融改革才能避免上述种种经济不安定状况。

2. 金融自由化的改革必须与价格改革或自由定价机制相配合。

假若一国的价格仍然是保护价格或管制价格，在这种价格信号扭曲的条件下实行金融自由化，资金流动就会被错误的价格信号所误导，结果出现新的资源配置结构失调。

3. 金融自由化改革并不是要完全取消政府的直接干预，而是改变直接干预的方式。

具体说就是要以法律和规章的干预取代人为的行政干预。从一些发展中国家金融改革的经历看，改革的一项主要内容就是放松对金融体系的管制。但在放松管制的过程中若不注意建立一套适合本国国情的谨慎的监管制度，就会在信贷的分配方面出现失控或营私舞弊等现象，情况严重时会使许多银行丧失清偿能力并面临破产威胁。

4. 政府当局在推行金融自由化改革和价格改革政策时，必须预先判断出相对价格变动对不同集团利益的影响，并出于公平原则和政治均衡要求的考虑，适当采用经济补偿手段。

金融自由化措施实行后，利率和汇率变动会引起各行业和企业集团利益关系的变动。这种相对价格和利益的调整虽然从长期来看是完全必要的，不过，政府当局也应该采取一些可行的过渡性措施，以减轻社会震荡。

第四节　计划经济下的“金融压抑”和中国的金融改革

中央集中计划体制国家的“金融压抑”

金融压抑和金融深化、金融自由化理论的发展，其针对的对象是实行市场机制的发展中国家，如南美各国。但那时，与市场机制并存的还有实行计划经济的国家群。中国也包括在内。对于中央集中计划体制国家，其本质问题是对商品货币关系和市场经济的全面抑制。如果说，属于市场经济的发展中国家，在那时的主要矛盾是金融压抑，解脱金融压抑有提纲挈领的意义，那么在计划经济国家，金融压抑不过是对商品货币关系和市场经济全面抑制的一个组成部分，而相对于整个体制来说，不处于关键地位。

不过，还是可以用金融压抑的观点来观察计划经济条件下的金融状况。

在中央集中计划体制的国家，普遍存在的情况是金融资产单调，银行业完全由国家垄断，金融业的价格和数量管制同时存在，不但利率、汇率受到严格管制，信贷资金的规模和投向也是受管制的，基本上不存在规范意义上的金融市场。其所以出现这种情况，并不是这类国家的经济发展水平低到几乎不需要金融调节的程度，而是由于体制的选择所决定。中央计划高度集中地统一分配资源必然力图排斥市场机制在配置资源方面起作用。相应地，对金融的发展也无客观要求。对此，可从 1979 年以前中国的经济体制模式来看：

1. 在经济增长机制中，起决定性作用的不是需求的牵引力量而是供给要素的计划分配。货币的作用是交易的媒介和记账手段，没有进一步发挥作用的根据。

2. 在资金积累方式上，形成了单一的国家统一积累途径。在很长一段时期，甚至连企业的固定资产折旧也绝大部分上交财政。财政在分配中成为主渠道，金融再分配的可能性极小。

3. 在微观经济主体的行为中，企业的活动被限定在完成和超额完成计划的范围之内，没有多少自主经营的余地；居民家庭由于收入水准较低，没有多大储蓄余力，当然也几乎没有资产选择的要求；地方政府的经济职能也是制定计划和督促企业完成计划，在统收统支制度下，它们也没有多大的独立财权。

在这种情况下，金融事业处于被压抑的不发展状态则是很自然的事情。

中国的金融改革

中国的金融改革是与经济体制改革同时起步的，至今已 20 多年并继续向纵深推进。就经济背景而言，我国是从集中计划经济模式向市场经济模式转轨的，这一特点决定了中国的金融改革必然具有持续、浩大和艰巨的特征。这里仅概要介绍一下改革的主要内容和方向。

1. 金融机构多元化。其中包括对产权制度的触动（最近，关于国有独资商业银行的股份制改造问题也已提上议事日程）、二级银行体制的建立与完善、分设政策性金融机构以及允许外资金融机构进入等。

2. 金融业务沿着多样化、国际化的轨迹，极大地突破了传统体制下过分简单而又受到颇多限制的存放汇模式。近几年又跨进一步的是对个人的贷款及其他零售业务的兴起。

3. 金融工具的多样化，极大地丰富了投资手段，冲破了银行单一融资格局。

4. 培育和发展金融市场。债券市场、股票市场、保险市场以及真正意义上

的同业拆借市场等货币市场从无到有、从小到大、从极为幼稚向比较成熟阶段发展。

5. 推动利率市场化，起步于允许利率的一定浮动及差别利率。目前在同业拆借市场、国债市场已初步构建按资金供求关系决定利率的机制。为了应对加入WTO的挑战，人民银行明确提出了在三年内基本实现利率市场化的改革目标，基本步骤是先外币，后本币；先贷款，后存款；先农村，后城市；先批发，后零售。2000年9月，人民银行已经下放外币贷款和大额外币存款利率的自主定价权，拉开了我国利率市场化新一轮改革的序幕。

6. 汇率方面，已建立起以市场供求为基础、单一的有管理的浮动汇率制及全国统一的外汇交易市场。

7. 构建符合市场机制要求的信贷资金管理体制，特别是取消对国有商业银行的信贷规模控制，全面推行资产负债比例管理及风险管理。

8. 构建金融宏观调控机制，更多地运用间接货币政策工具调节金融变量；构建现代规范的金融监管体系，监管职能在逐步完善。

9. 金融立法建设取得长足进展，颁布了中央银行法、商业银行法、票据法、保险法，以及一系列相应的金融法规与规章制度。

10. 与国际上建立起广泛的、多层次的金融联系，顺应金融全球化的总趋势。随着加入WTO，在未来几年内，将逐步直至完全放开外资金融机构的市场准入限制，并全部给予国民待遇。

中国的金融改革是全方位的系统工程。已有的改革成果并非都是一步到位的，其中有过程、有波折，甚至有反复；还有相当部分改革尚未到位或远未到位；而已进行的改革仍要接受未来实践的检验。

在20多年来的中国金融改革进程中，前面讲到的发展中国家金融自由化的教训，也都不同程度地遇到过，尽管引发的具体原因可能不同，如通货膨胀、银行不良债权、企业债务危机等。另外，基于我国特定的体制原因，也还有诸如乱设金融机构、乱集资、账外经营、企业逃废银行债务等。尽管这些并不是由金融改革引发的，但它毕竟发生在不断继续深化金融改革的过程之中，因此必须引起重视。

总结中国金融改革的经验，应该肯定循序渐进、与整体经济改革配套推进的基本思路是符合当今中国国情的，应该继续坚持。联系到20世纪末亚洲金融危机对我们的启示，在中国今后的金融改革中如何处理好事关全局的利率改革、汇率改革、资本市场开放，以及外资金融机构的市场准入等课题，均应在上述指导思想下作通盘而不是孤立的考虑与安排。

附录　若干发达国家的金融改革

如果说20世纪七八十年代金融自由化的浪潮也扩及发达国家，但是发达国家从那时起直至近年的改革则不是金融自由化的概念所能全部包容的。下面作些简单介绍。

美国

美国于1973年取消了资本流入限制。随后，对外国公司进入美国国内金融市场实行了自由化，并放松了对美国金融机构向外国贷款的管制。1980年《存款机构放松管制与货币控制法案》通过，逐步取消了对定期存款和储蓄存款的利率上限管制；允许所有存款机构经营支票账户和大额定期存单业务；对所有存款机构实行统一的准备金比率；放宽对联邦注册机构的投资限制等。1982年《加恩·圣杰曼存款机构法案》允许储蓄机构经营活期存款，发放商业贷款；允许银行持股公司跨州接收破产的储蓄机构；允许银行开设货币市场存款账户等。这些规定基本上消除了各类存款机构在业务管制方面的差别。

1994年，《里格-尼尔1994年银行跨州经营和跨州设立分行之效率法》对长期禁锢美国银行开展州际业务的《麦克登法》及《1956年持股公司法》进行了彻底的修正。1995年《金融服务竞争法》促进了银行界在商业银行和投资银行业务领域展开全面的竞争，这曾被美联储主席格林斯潘称之为“有重大意义的突破性进展”事件。1999年11月，美国国会和总统批准通过了《金融服务现代化法案》，该法案废除了1933年《格拉斯-斯蒂格尔法》关于银行证券分业经营的条款，修改了《银行控股公司法》及其修正案关于收购金融机构的条款，促进了银行、证券公司和保险公司之间的联合经营。

日本

1981年，日本颁布的新银行法，规定银行可以从事国债、地方政府债券、政府保付债券的买卖。大藏省于1984年批准信托银行开办1年以内的信托存款业务，商业银行和长期信用银行之间的业务实现了交叉。1984年6月，银行正式成为债券市场的中间商。证券公司则向商业银行的大额定期存单业务渗透。从1978年到1987年日本政府逐渐放松了对银行存贷款利率的管制。1980年，《外汇与外贸管理法》取消了外汇管制，对外汇存贷款不再加以限制。1993年《金

融制度改革法》实施，银行业和证券业的分业管理被打破。

1996 年 10 月，日本经济审议行动计划委员会下设的金融工作小组公布的《搞活我国金融系统》的报告揭开了日本版大爆炸（big bang）的序幕。这项以自由、公开、国际化为原则的金融大改革方案旨在改变以往的那种以大藏省官僚的判断和决策为中心的宏观管理体制，以推动金融的完全自由化。这次金融大爆炸是日本经济史上规模最大的一次金融改革。日本政府、财界和产业界对于这次金融大爆炸均寄予厚望，将它看成是促使日本经济摆脱困境的强力助推器。

英国

1971 年，英国废除了银行间利率协议与英格兰银行贴现率强制性挂钩的做法[①]，代之以英格兰银行最低贷款利率为中心利率。不过，商业银行并没有义务跟从中心利率。1981 年 8 月，英格兰银行最低贷款利率取消，英国利率实现自由化。

1979 年，英国取消了对外交易的外汇管制，实现国际金融交易自由化。

1979 年通过《银行法》；1987 年对 1979 年的《银行法》做了修正。方向是逐步放宽对存款货币银行的管理和控制手段。

1986 年 10 月 27 日，英国取消了传统的股票交易所固定佣金比率规定；取消了股票经纪人和批发商的界限——交易所任何会员都可从事代客买卖或自行买卖证券，使交易商和经纪商合二为一；允许本国和外国银行、证券公司、保险公司申请为交易所的会员，也允许外国公司百分之百地收购交易所会员公司。这些措施在当时被舆论界称为“大爆炸”，使得伦敦证券市场的竞争性大大加强，国际化程度大大提高。伦敦证券市场的自由化，实际上从另一个侧面使英国专业化的金融体制趋于解体：大商业银行可以介入证券交易，这就可以使它们集投资银行、商业银行、证券交易商和经纪商于一身，成为全能型金融机构。

[复习思考题]

1. 什么是“金融发展”？怎样观察和度量金融发展的水平？

2. 自己动手搜集、整理一些有关我国金融发展水平的数据，并试对我国的金融发展水平作总体估价。

3. 在集中计划体制下和在市场经济体制下，金融在经济发展中的作用有极

---

① 长期以来，英国银行间利率协议规定，商业银行的最低贷款利率比英格兰银行贴现率高 0.5%，最高存款利率比贴现率低 2%，并且对活期存款不付息。

大差别，为什么？在市场经济体制下，金融的发展对于推进经济发展所可能发挥的积极作用可作怎样的估价？

4. 在集中计划体制下，有金融压抑，在市场经济体制下，也有不少国家存在金融压抑；在发展中国家，金融压抑问题较为普遍，但在发达国家，也并非完全不存在。这无不涉及国家对金融事业的干预。对于这样的问题，你认为如何认识才较为全面？

5. 金融自由化浪潮不仅席卷发展中国家及转型国家，并且也扩及几乎所有发达国家。其背景及必然性应如何理解？

6. 金融自由化改革的核心内容是什么？它对经济增长起什么作用？

7. 应如何领会发展中国家在金融自由化改革中的经验和教训？联系20世纪末亚洲金融危机对我们的启示，在中国今后的金融改革中应如何处理好利率改革、汇率改革、资本市场开放以及对外资金融机构的准入和监管等问题？

第二十四章

金融脆弱性与金融危机

第一节　金融脆弱性生成的内在机制

何谓金融脆弱性

高负债经营的行业特点决定了金融业具有容易失败的特性。这是狭义上的金融脆弱性（financial fragility）。广义上的金融脆弱性，则是泛指一切融资领域——包括金融机构融资和金融市场融资——中的风险积聚。早期，主要从狭义上来理解金融脆弱性，现在更多地是从广义角度使用这一概念。金融脆弱性，有时称之为“金融内在脆弱性”，有时简称“金融脆弱”。

金融脆弱性与金融风险（financial risk）意义相近，但着重点不同。金融风险，严格说来，是指潜在的损失可能性。金融脆弱则是指风险积聚所形成的“状态”——与稳定、坚固、不易受到破坏、摧毁相对的状态。金融风险既用于微观领域，也用于宏观领域。金融脆弱性多用于对金融体系的讨论；但人们也常常剖析微观金融行为主体的

脆弱性问题。“风险”一词的使用，在国内已相当广泛化，常常与脆弱性难以明确区分。

对金融脆弱性的研究，以研究对象分，基本可分为（1）传统的、通过金融机构——主要是银行——运作的信贷市场的脆弱性和（2）金融市场的脆弱性。明斯基（H.Minsky）和克瑞格（J.A.Kregel）研究的是信贷市场上的脆弱性。所不同的是前者从企业角度研究，后者则从银行角度研究。信息经济学将信息不对称概括为金融脆弱性之源，适用于信贷市场和金融市场，但其分析思路还是着重于金融机构信贷的角度。金融市场上的脆弱性主要来自于资产价格的波动性，以及与波动联动的效应。

早期的看法，如明斯基，十分强调经济周期对金融脆弱性的引爆作用。后来，淡化了经济周期的影响，认为即使经济周期没到衰退阶段，金融脆弱性也会在外力（如国际投机资本）或内在偶然事件（如某一特大企业倒闭）的影响下激化成金融危机。特别是在金融市场膨胀发展，虚拟经济相对于实体经济愈益独立发展的背景下，金融脆弱性具有一种自增强的趋势。

金融脆弱性假说：企业角度

明斯基于20世纪80年代中期，较早对金融内在脆弱性问题作了系统阐述，形成了“金融脆弱性假说”。金融脆弱性假说认为私人信用创造机构，特别是商业银行和其他相关的贷款者，它们的内在特性使得自己不得不经历周期性危机和破产浪潮；而它们的困境又被传递到经济体的各个组成部分，产生经济危机。

明斯基的分析是基于50年左右长波周期（long cycles）的论断之上。他指出，在长经济周期的繁荣时期就播下了金融危机的种子。

这个50年的长周期以20年或30年的相对繁荣开始。在经济上升时期，贷款人（银行）的贷款条件越来越宽松，而借款人（工商企业）则利用宽松有利的信贷环境积极借款。

明斯基设定债务类型是分期还本付息，并将借款的企业分为三类。第一类企业的预期收入不仅在总量上大于债务额，而且在每一时期内，其预期的收入流也大于到期需要偿还的债务本息。这是最安全的借款人。第二类企业的预期收入在总量上也大于债务额。但在借款后的前一段，预期收入只够付息，而不足以归还到期应付的债务本金。过了这一段，企业的预期收入将足可以偿还到期本息以及前期所欠的本金。问题是前一段，为了支付到期应还的本金、要么重组其债务结构，要么变卖其资产。由于市场条件可能发生的变化，该企业将承担不确定性风险，财务状况有可能恶化。第三类企业的预期收入在总量上也大于债务额。但直

到最后还款的前一期，每一时期的预期收入不仅小于到期债务本金，甚至还小于到期债务利息。这类企业比第二类企业承担了更大的不确定性风险。要维持运营，必须在长时间内不断地借新债还旧债。一旦利率升高，该企业的财务状况就会更加困难。

在明斯基看来，在一个新周期开始时，绝大多数融资的企业属于第一类企业。随着经济的进一步繁荣，市场一派利好气氛，企业预期收益上升，纷纷扩大借款，第二、第三类企业迅速增多，而且在借款人中的比重越来越大。于是金融脆弱性愈来愈严重。然而资本主义经济的长波必然迎来滑坡。任何打断信贷资金流入生产部门的事件都将引起违约和破产，而这又进一步反馈影响金融体系。金融机构的破产迅速扩散，金融资产价格的泡沫迅速破灭，金融危机爆发。

金融危机不断发生，为什么银行家不能从中吸取教训呢？对这一问题的回答是解释金融脆弱性内生理论的关键。对此，明斯基提出了两种可能的原因：一是由于今天的贷款人忘记了过去的痛苦经历；二是出于竞争的压力，贷款人做出不审慎的贷款决策——如果不这样做，将失去顾客和市场。当金融危机四五年就会发生一次之际，银行家不应如此健忘；即使有压力，银行家也不能不在短期利益与长期利益之间进行权衡。这就是说，如此解释金融脆弱性的成因难以说明问题。

"安全边界说"推理：银行角度

为了更好地解释金融的内在脆弱性，晚近，克瑞格引用了"安全边界（margins of safety）"概念。安全边界可理解为银行收取的利息之中包含有必要风险报酬的"边界"，它能给银行提供一种保护。显然，无论是对于贷款人还是对借款人，确定双方都可以接受的安全边界至关重要。

银行家具有怀疑情结，对安全边界很执著；与借款企业比较，银行家对整体市场环境和潜在竞争对手更为熟悉。简言之，银行家既不缺乏理性，也不好骗。

然而，即使银行家比较了解市场竞争状况和竞争者的未来计划，可是对未来市场状况的把握也不会比别人好多少。这样，银行家决定是否贷款，主要看借款人过去的信用记录。在经济稳定扩张之际，很多有较大风险的项目也不会出问题，于是有良好信用记录的借款人越来越多，银行家对借款人的能力也就深信不疑。至于信贷项目本身的风险，由于对长期投资项目的知识极其匮乏，甚至微不足道，银行的决策实际是看旁人怎么做就随着做。由于银行家赋予借款人正面信用记录的权重提高了，相应地降低安全边界。时间一长，先前不能从银行家那里获得贷款或者被要求很高安全边界的借款人，也逐渐能够获得贷款。经济扩张、安全边界与信用记录权重的相互配合，使得银行家没有发现信用风险正在扩大。

如果用1992—1993年中国所有的银行都被卷入房地产热、开发区热的实例来注解这里所说的问题，那是相当典型的。

借款人那一方也会经历类似银行家的过程。在经济稳定扩张时，随着时间的推移，实际情况越来越多地印证投资收益甚至超过预期，使得借款人也越来越对自己的投资决定充满信心。

结果，借款人和银行家都变得很自信，安全边界也就不断地被降低。即便有银行家对半真半假的预期收入说明书有所怀疑，他也会因其他银行的行为而打消这种怀疑。因为不这样做，市场份额就会被抢占。在这里，银行家对整体市场特性和竞争状况的丰富知识，被大大抑制了。就是那些缓慢的、难以觉察的对安全边界的侵蚀，增大了金融脆弱性。当安全边界减弱到最低程度时，即使经济现实仅仅略微偏离预期，也会引起借贷关系的紧张。结果，债务紧缩过程开始，继而金融危机发生。

克瑞格指出，对于金融脆弱性，"即使你很努力，也不能防止它。事实上，这种努力是非理性的。这是资本主义制度理性运作的自然结果"。

不过，如果银行家不是仅仅看过去，而是还慎重考虑了未预见事件的影响，就会降低脆弱性的程度。这也就是为什么即便发生了系统性的银行危机，仍然会有部分银行幸免于难，处于危机之中的各家银行的受灾程度也不尽相同。

更一般的解释：借贷双方的信息不对称性

金融机构的存在可以在一定程度上减少信息不对称的矛盾。当存款人将他们的资金集中到某家金融机构中时，事实上是委托该金融机构作为代理人来对不同的借款人进行筛选，决定是否贷款，以及如何对贷款进行定价。而零散的存款人是难以掌握进行这样决策所需要的信息的。同时，相对于零散的储蓄者，金融机构也处于更有利的地位来监督和影响借款人在取得借款后的行为。

金融机构解决信息不对称问题的成效要受到两个前提条件的限制：第一个条件是，只有所有的存款人对金融机构保持信心并从而不同时提款的条件下，才可以保证金融机构将其零散存户的流动性负债转化为对借款人的非流动性债权，并获得利润；第二个条件是，只有金融机构对借款人的筛选和监督是高效率、低成本的，才能赚得利润。然而，对于可以在一定程度上减少信息不对称的金融机构来说，也还是由于信息不对称的存在，使这两个条件都不能绝对成立。当存款人对金融机构失去信心时，就会出现对金融机构的挤兑。挤兑往往是由于某些意外事件的发生所引起的。意外事件的本身通常并不会使银行丧失清偿力。但是，纵然可以提供这样的信息，也难以左右存款人的行为；面对意外事件，每一单个存

户的最明智的选择就是立即加入挤兑的行列。由于信息不完全，金融机构对借款人的筛选和监督也不能保证高效、低成本。事实上，借款人总是要比金融机构更了解其项目的风险与收益特征。这就是说，作为解决信息不对称而产生的金融机构，仍然由于信息不对称而难以解决资产选择和储户信心问题，并从而生成金融脆弱性。

金融市场的脆弱性

金融市场的脆弱性，往往从价格波动的角度来研究。金融资产价格的过度波动是金融体系脆弱性积累的重要来源。

金融市场据以对某种金融资产进行定价的是该资产将会带来的未来收入流量以及影响这一流量变化的各种风险因素。影响未来收入流量变化的各种因素难以被资产的持有者所尽知。但无论如何，对未来的收入流量总会有预期，否则价格也不存在。这样，任何影响资产未来收入流量的心理预期都会引起资产价格的波动。投机家索罗斯（Solos）据此提出一种说法：他认为世界上并不存在完全效率的金融市场，也不存在所谓的由资产内在价值决定的均衡价格。在资本市场上，资产价格和交易行为之间的关系不仅仅是交易行为单向决定资产价格，资产价格也决定交易行为，中间的桥梁是市场心理。通过这种资产价格和交易行为之间的相互循环决定，于是资产价格间接地决定自身，形成了“市场决定市场的自我循环”：高的价格决定新一轮、再一轮的价格攀升；低的价格决定新一轮、再一轮的价格下滑。只有当这种单方向的市场能量释放完毕，市场运行趋势发生逆转，才开始反方向的循环。这种自我循环的运作必然造成资产价格的过度波动。

经济学文献主要从三个方面解释股市的过度波动：(1) 过度投机。该理论强调市场集体行为的非理性导致的过度投机对资产价格的影响。当经济的繁荣推动股价上升时，幼稚的投资人的涌入，使得股票价格上升得更快，以至于达到完全无法用基础经济因素来解释的水平。由于脱离了基础经济因素，市场预期最终必将发生逆转，导致股市崩溃。(2) 宏观经济的不稳定。与股市相比，宏观经济的波动通常比较和缓。但是，宏观经济运行的任何变动，哪怕只是显示了某种变动的迹象，都会对股市产生影响。(3) 交易和市场结构的某些技术性特征。以保证金交易方式为例，通过这种方式，投资者可以从事大规模股票交易，从而推动市场价格急剧变化；而当价格朝着对其不利的方向发展时，迫于保证金压力，投资者又不得不仓皇地强制平仓并导致股价大落。

股市的波动性，即便是精明的投资家也不能规避其风险。1998 年号称金融“梦幻组合”的美国长期资本管理公司（LTCM）的破产和 2000 年曾经名噪一时

的老虎基金的解散都是例证。

除去资产价格的波动，汇率的过度波动性是金融市场脆弱性的另一个主要来源。汇率过度波动性，指的是市场汇率的波动幅度超出了真实经济因素所能够解释的范围。

对于汇率过度波动性的解释，1976 年多恩布什（Dornbusch）曾提出汇率超调理论（theory of exchange rate over shooting）。该理论指出，浮动汇率制下汇率的剧烈波动的主要原因在于：面对某种初始的外部冲击，不仅资产的价格和商品的价格都可能过度反应，而且，资产市场和商品市场的调整速度常常并不一致。这些问题集中反映到汇率上，就会使汇率的波动过度。即使在固定汇率制下，也有汇率过度波动的问题。其惯常表现是货币的对外价值发生激烈的意外变化。当市场参与者对该货币的当前汇率的稳定性失去了信心时，他们就将抛售该国货币，使得固定汇率水平难以维持。

反映金融脆弱性的指标

根据各方面的研究归纳，用以反映金融部门正趋于脆弱的指标有：(1) 短期债务与外汇储备比例失调；(2) 巨额经常项目逆差；(3) 预算赤字大；(4) 资本流入的组成中，短期资本比例过高；(5) 汇率定值过高，如本币实际汇率连续 12 个月高于历史平均水平 10%以上；(6) 货币供应量迅速增加；(7) 通货膨胀率在 10 个月内的平均水平高于历史平均水平 8%以上；(8) *M*2 对官方储备比率连续 12 个月上升后急速下降；(9) 高利率，等等。

第二节　金融自由化与金融脆弱性

金融自由化与金融脆弱性：总括分析

在一国由金融压制状态转向金融自由状态时，金融脆弱问题会显得十分突出。对金融自由化会引发金融脆弱性的普遍忧虑，起始于 1985 年 Carlos Diaz-Alejandro 的著名论文《送走了金融压制，迎来了金融危机》[①]。金融危机的爆发虽然总是表现为突然事件，却都经历了脆弱性的积累。金融自由化在相当程度上激化了金融固有的脆弱性。

对于金融自由化会导致更大的金融脆弱性，需要实证检验。有越来越多的经

---

① *Journal of Development Economics*, 1985 (19).

济学家开始引入各种数学模型来检验这种关联是否存在以及紧密程度如何。艾思利·德默格-昆特（Asli Demirg-Kunt）和恩瑞卡·笛特拉齐亚克（Enrica Detragiache）的研究可作代表。他们收集了1980—1995年间53个发达国家和发展中国家的大量数据，估计金融危机发生的概率，并以此识别当其他因素不变时金融自由化对金融脆弱性生成的影响。样本国家相当全面，包括在1980年前就已开始金融自由化的国家及在样本时期内开始自由化的国家；同时还包括经受了一次或多次金融危机的国家以及在整个样本期内保持金融系统稳定的国家。而且，多数样本国家在这一时期既进行了金融自由化，又发生了金融危机。回归分析结果发现：（1）金融脆弱性受到多种因素的影响，包括宏观经济衰退、失误的宏观经济政策以及经由国际收支危机而来的波动性。（2）即使这些因素得到控制，金融自由化变量与金融危机概率之间仍存在显著正相关。也就是说，即使在宏观经济稳定的情况下，金融自由化也会单独对金融系统的稳定产生负面影响，而且影响程度还不小。这就意味着，金融自由化会增加金融脆弱性。

利率自由化与金融脆弱

长期以来，利率自由化被当做金融自由化的核心内容。尤其在计量研究中，利率自由化变量常常作为金融自由化的替代变量。同样，对于金融自由化会导致金融脆弱性的研究，也主要从利率自由化的角度进行实证分析。

利率自由化赋予商业银行以利率自主权，商业银行可以通过利率差别来区别对待风险不同的贷款人——高风险贷款得到高利息补偿。但利率自由化也使利率风险突出了。为了较为精确地描述利率自由化带来的风险冲击，根据风险持续时间，可将利率自由化的风险分为阶段性风险和恒久性风险。

利率自由化的阶段性风险是指，利率放开管制的初期，商业银行不能适应市场化利率的环境所产生的金融风险。概括起来说，在转轨阶段，利率自由化通过两种途径加重了商业银行的风险：一是利率自由化后，利率水平显著升高危及宏观金融稳定；二是利率自由化后，利率水平的变动不居，长期在管制状态环境生存的商业银行还来不及发展金融工具来规避利率风险。阶段性风险产生于由管制利率迈向市场利率的转轨阶段，带有系统性，但随着转轨阶段的完成，阶段性利率风险就会渐趋消失。

由于长期的利率压抑，利率自由化后利率水平必然会升高，这也是推行利率自由化的主要目的之一。但问题是利率上升得过快、过高，就会带来一些负面影响。而且在一些国家中，还出现了异乎寻常的“超高利率”。

利率显著升高之后，会通过5条渠道从整体上加重商业银行体系的风险。这

5条渠道分别是：（1）项目申请中的逆选择行为；（2）风险朝银行的集中；（3）资金来源上的激烈竞争，导致利差缩小；（4）偿债负担加重；（5）财政负担转嫁增多。逆选择行为和利差缩小冲击最大。

随着实际利率的升高，偏好风险的借款人将更多地成为银行的客户，产生"逆向选择效应"；而原本厌恶风险的借款人也倾向于改变自己项目的性质，使之具有更高的风险和收益水平，这产生了"风险激励效应"。于是，资产的平均质量下降，信贷风险增大。特别是利率超高时，一般生产性投资项目不可能产生足够多的利润来支付高利息，信贷资金便设法流入投机性极强的房地产业、证券投资等高风险行业。许多国家和地区在利率自由化之后，都遇到过泡沫性资产价格的飙升问题，如日本、中国台湾、马来西亚、智利、瑞典等。对于银行来说，由于信息的不对称，在贷款风险与贷款利率高低之间并不存在单调的正向相关关系，事实上的高风险贷款却往往没有得到高收益补偿。在银行委托—代理机制不健全的情况下，银行经理人员的放纵会使这种逆向选择与风险激励的负面效应进一步放大。

利率自由化之后，银行之间吸收存款的竞争也会激烈起来。由于金融机构在资金来源上的激烈竞争，整体上，利率自由化之后，存贷利差有缩小的趋势。1980年和1990年，澳大利亚、韩国、中国台湾、泰国的存贷利差变化，分别为：4.0%→3.3%、7.0%→4.5%、6.2%→3.5%、3.5%→3.2%。

在利率水平整体升高的同时，利率的波动性也迅速增大。而长期在管制状态环境生存的金融机构往往不能适应这种变化，既不能把握利率的变动规律，又没有合适的金融工具来规避利率风险。有时，即使基准利率的制定者中央银行本身也难以把握利率变动趋势。

利率的自由化，从利率水平骤然升高和不规则波动性这两个方面加剧了银行脆弱性，其影响之大，常常直接导致银行危机的发生。在利率不变的情形下，大多企业能够偿债；一旦利率上升，财务状况稍有问题的企业也就会陷入还本付息的困境，并从而形成银行的不良资产。德默格-昆特和笛特拉齐亚克对26个危机事件分自由化和未自由化进行概率估计。结果发现，如果没有进行利率自由化改革，所有国家发生危机的概率会大大降低；在20个危机事件中有11个，如果没有利率自由化，会由危机状态转向非危机状态。

利率自由化的恒久性风险，即是通常所讲的利率风险。与阶段性风险不同，利率风险源自市场利率变动的不确定性，具有长期性和非系统性；只要实行市场化利率，就必然伴随有利率风险。各商业银行承受利率风险的大小取决于其风险管理水平。有人总结，20世纪80年代以前，大多数银行经营失败，都是由于对

利率的预测发生了错误。在美国，利率风险管理成为商业银行资产负债管理的一项主要内容；许多有关资产负债管理的书籍均把利率风险管理作为其主要的甚至惟一的研究对象。只要利率管制放开，这样的风险必然不请自至。

金融机构业务经营自由与金融脆弱

金融自由化的另一项主要措施是放松金融机构业务范围的限制，使金融业由分业经营走向混业经营。最常见的混业经营是银行业与证券业的融合，再广一点可以把保险业和实业也包括进来。就强化金融脆弱性来说，主要还是银证混业和银行对房地产领域的投资。

商业银行与证券业混业经营的最基本的风险在于：银行业参与证券营运，一旦股市崩盘，银行必然会发生巨额亏损。而银行经营证券的资金主要来源于客户存款，银行投机失败将无法应对客户的存款提取。这等于让客户承担证券投资失败的风险，却不享受证券投机成功所带来的利润收益。如果说，分业经营对之可以有所抑制，那么，分业监管一旦放松，问题就会发生。比如，1990 年初，美国以经营劣质债券闻名的德崇证券公司破产，促使高负债收购[1] 活动一落千丈。而这种收购靠的是银行业对劣质债券的融资，于是银行呆账大量增加。

除证券业外，房地产业也是典型的高风险行业：在经济复苏时期，房地产业率先繁荣；在经济衰退时期，则率先受到打击。历史上，多次金融危机都与房地产投机有关。如 20 世纪 80 年代美国的储贷协会危机、90 年代日本银行坏账风潮等，都与银行对房地产业的过量贷款和投资直接相关。

业务经营自由导致的金融机构同质化，也会削弱中央银行货币控制的能力。金融机构的职能日益接近，货币创造主体已不再限于中央银行与商业银行，而趋于多元化。传统的货币控制方法是以控制商业银行对存款货币的创造而设计的，而多元化必然使传统的控制方法难以奏效。此外，由于脱离货币政策控制与监督范围的业务和机构越来越多，这也会降低中央银行控制货币的能力。

机构准入自由与金融脆弱

机构准入自由包括两个方面：一是放宽本国金融机构开业的限制；二是对外开放，允许外资金融机构准入，两个方面的结果，都是银行竞争的加剧，降低了银行特许权价值。

---

[1] 指财力较小的公司可以通过发行垃圾债券或向银行贷款等高负债方式筹集资金，从事收购、兼并。

准入的限制使银行的执照对其持有者来说具有很高的价值。因而，为了保住这种宝贵的执照，银行关注稳健经营。当自由化改革导致银行竞争加剧并减少了收益时，特许权价值被侵蚀了，这就会削弱银行管理风险的自我激励，并有可能加大脆弱性。如果在金融自由化过程中，缺乏足够的谨慎监管和监督措施，银行就可能通过各种途径从事高风险的业务，加大金融体系的潜在风险。

非国有化与金融脆弱

发展中国家，其实有些发达国家也如是，由于长期实行政府对银行信贷业务的行政干预，形成大量不良贷款。但在政府的保护措施下，对银行流动性的威胁只是潜在的。一旦实行银行私有化，问题暴露，潜在的金融风险很容易突然转化成为现实的金融风波，乃至金融危机。

亚洲国家，以日本和韩国为典型。第二次世界大战后，日本和韩国的政府均采取直接干预银行贷款，以扶植企业和调整产业结构的经济政策。因此，两国的银行均有大量累积的呆账、坏账。从 20 世纪 80 年代开始，两国均实施金融自由化的改革，政府对银行的干预减弱，对银行的保护程度也相应减弱。开始一段，两国经济正处于高增长、低物价的黄金时期，银行对贷款中的呆账并未予以足够的重视，以至相当数量的贷款投于房地产。90 年代初，日本经济增长速度减慢，经济泡沫破灭，银行呆账问题日益明显。紧随其后，至 1997 年，韩国银行的呆账问题也受到了世人的关注。当东南亚金融危机袭来并翻转北上之际，日本、韩国无不为脆弱的银行体系所累，纷纷出现大银行倒闭的金融危机，对国内经济产生了巨大冲击。尽管政府采取了一些措施，如拨付资金冲抵呆账，但历史遗留的问题不可能彻底解决。

资本自由流动与金融脆弱

20 世纪 90 年代以来的金融危机大多与国际资本在各国资本市场之间的移动有关。国际游资进出一国资本市场的难易程度取决于该国汇率管制的严格程度和资本市场对外开放的程度。在外汇方面，发展中国家在金融自由化的改革中，无不在一定程度上放开对汇率的管制，如墨西哥与泰国均实现了经常项下和资本项下的货币自由兑换。但出于多方面的考虑，又多采取与美元挂钩的汇率制度。在这样的汇率政策下，当出现外部冲击时，政府必须运用外汇储备以维持汇率稳定。至于在资本市场方面，发展中国家为了加快国内经济的发展，均设法吸引外资，包括提高资本市场对外开放的程度，减少对国际资本流动的限制。泰国和墨西哥的金融自由化改革几乎完全排除了资本流动的障碍，使大宗国际资本可以自

由进出该国的资本市场。但是由此带来的问题是，一旦由于某种原因使国际游资大规模撤离，将会给政府维持钉住汇率制度带来很大困难。在这种时候，政府或者放弃钉住的汇率制度、任其自由浮动，或者采取强力措施，限制外国资本自由进出本国资本市场。无论哪一种方法，均会给本国经济的稳定增长及其吸引外资的能力带来不良影响。例如泰国，在1997年上半年，泰铢连续贬值、泰国中央银行动用大量外汇仍无法稳住币值后，不得不于7月2日宣布放弃与美元挂钩的汇率制度，实行自由浮动。消息传出后，泰铢立即贬值20%，以后又下挫至50%。泰铢大幅度贬值不仅导致本国金融恐慌，而且迅速殃及东南亚各国。

资本自由流动所带来的冲击在发达国家与发展中国家之间并不是均匀分配的。在发达的金融体系中，有着各种各样的手段来“中和”冲击；而且巨大经济实力也经得住冲击。至于发展中国家，由于金融体系的成熟程度低，由于金融调控经验和心理承受能力低，资本自由流动的不利后果必然表现得更为充分。发展中国家在资本流动全球化中处于不利地位，即使是西方经济学家也承认这一点。

导致脆弱性增强并不否定金融自由化的本身

关于金融自由化与金融脆弱相互联系的分析说明：只要实行金融自由化即可使金融压抑所导致的成堆问题得以舒解的论断，是过分简单化、理想化了。无论是利率管制、汇率管制、资本流动管制，以及监管金融机构业务、限制金融机构准入等等，其实施都不是没有理由的，其论证的根据相当部分在今天也依然存在。

但不能据以论证因循保守、自我封闭的思路。这里存在着利弊的总体权衡问题。核心是金融效率。解除金融压抑，会使效率大大提高；金融自由化带来的脆弱性的增强，会是效率提高的冲减因素。针对金融脆弱性的增强，可以采取相应的措施予以抑制。也许不可能全部予以抑制，但总会有所作为。而且在发展过程中总会产生新的、可以缓解脆弱性的方法，而不必简单走重复过去压抑措施的回头路。简言之，只要所带来的效率提高不会被所难以避免的脆弱性增强基本冲销，金融自由化的路还是值得走的。而且20多年的实践，论证了这一趋向的必然性。就金融自由化的整体说是这样；分别就自由化的各个方面说也是如此。

第三节　金融危机

何谓金融危机

一位西方经济学者曾经幽默地指出，如同西方文化中的美女一样，金融危机

(financial crises) 难以定义，但一旦相遇却极易识别。通常的说法是，全部或大部分金融指标——利率、汇率、资产价格、企业偿债能力和金融机构倒闭数——的急剧、短暂和超周期的恶化，便意味着金融危机的发生。

"金融"一词涵盖极广，金融危机也就有不同的类型。大别之，有货币危机、银行危机、股市危机、债务危机和系统性金融危机等几类。货币危机是指投机冲击导致一国货币的对外比值大幅度贬低；或同时迫使该国金融当局为保卫本币而动用大量国际储备或急剧提高利率。银行业危机，是指真实的或潜在的银行破产致使银行纷纷终止国内债务的清偿，或同时迫使政府提供大规模援助以阻止事态的发展。股市危机的表现最易把握，那就是股市崩盘。债务危机，是指一国处于不能支付其外债本息的情形，不论这些债权是属于外国政府还是非居民个人。系统性金融危机，可以称为"全面金融危机"，是指主要的金融领域都出现严重混乱，如货币危机、银行业危机、股市崩溃及债务危机同时或相继发生。

实践中，需要依赖于具体的指标值来判定是否发生了金融危机。但在指标值的选取上，歧义甚多。有人认为，发生银行危机的标志必居下列四因素之一：(1) 银行体系中不良资产比率超过10%；(2) 银行危机的财政成本至少占GDP的2%；(3) 银行部门发生的问题导致大规模的国有化；(4) 较大范围的银行挤提，或者采取包括延长银行假期、存款冻结的紧急措施，或者存款政府担保普遍化。有人的判定依据是，有问题的银行已经占银行体系存款总额的20%。有人提出认定银行危机的两个标准：(1) 银行挤提；(2) 即使没有银行挤提，但发生大规模的银行关闭、合并、接管、政府救助。有人把"银行危机"和"银行发生严重问题"这两种情况加以区分，认为只有发生挤提或者大规模的资产转移、金融机构破产、大规模的政府干预，才能认定为银行危机。还有人认为，判定是否发生银行危机应主要依据熟悉该国银行问题的专家的看法来确定。

普遍发生的金融危机

在资本主义发展早期的金融危机，影响特别大的有16世纪欧洲银行家对国王贷款狂潮的破灭（1557年）、17世纪荷兰的郁金香狂潮（1636年）、18世纪英国的南海泡沫和法国的密西西比泡沫（1720年）。典型的资本主义周期性经济危机始于1825年。周期性经济危机大约10年一次，而形形色色的金融危机或爆发于前，或爆发于后，或不时发生在周期之间。对于伴随着周期性经济危机的金融危机，马克思曾经做过深入的研究。20世纪30年代的大萧条，曾将金融危机推至极巅。美国在1930年，银行倒闭突破四位数，达1 350家，占银行总数的5.29%；1931年，倒闭2 293家，占银行总数的9.87%；1933年达到高峰，当

年有4 000家银行倒闭，占银行总数的20%。

第二次世界大战后，全球经济经历了将近30年的平稳发展时期。在20世纪40年代中期所确定的一套以联合国、IMF、世界银行集团以及关税及贸易总协定等为主要支柱的国际经济制度，在一定程度上保障了全球经济运行的秩序，给世界各国带来了繁荣。这种“好时光”一直持续到70年代初期。此间，国际社会虽然也曾发生危机，但其影响相对较小，涉及面也较窄。这一时期的金融危机主要围绕美元展开：在战后初期，主要表现为由美元供给过少而引起的“美元荒”；进入60年代以后，随着各主要发达国家经济的相继恢复，继之而来的则是由美元供给过多所引起的“美元灾”。1971年9月，尼克松宣布实行“新经济政策”，美元不再与黄金挂钩，使得实行了35年之久的以固定汇率制和美元中心为特征的布雷顿森林体系瓦解，国际金融市场震荡的幅度开始加剧。从70年代中期开始，国际金融危机由微而著。

自20世纪80年代以来，随着经济和金融全球化的步伐加快，金融脆弱演化为金融危机的速度大大加快，金融危机变得日益经常化和全球化。1982年国际债务危机首先在拉美爆发，这场债务危机绵延了20年之久，至今尚未彻底解决。头号发达国家美国也在80年代中期以后经历了一场持续10年之久的储蓄贷款协会（S&L）危机。另一个战后一直增长强劲的发达国家日本也于80年代末期发生泡沫经济崩溃，至今还没有走出衰退的阴影。其间，还有1987年10月19日的“黑色星期一”全球大股灾。进入90年代，金融危机更是一浪高过一浪。先有在金融衍生品上投机失败的“巴林事件”和“大和事件”，继而发生了北欧银行危机，然后有10余个欧洲发达国家在一批投机者攻击下发生了欧洲货币体系危机。时隔不久，作为新兴市场经济国家典范的墨西哥发生了“新兴市场时代的第一次大危机”。1997年7月亚洲金融危机的爆发，更引起世人关注。80年代末90年代初苏联东欧集团的解体，使得全球金融危机也蔓延到“转轨国家”之中。据世界银行人士计算，自1980年到1996年，共有133个IMF成员国发生过银行部门的严重问题或危机，约占全部成员国的70%。特别是新兴市场经济和转轨经济国家，没有受到金融危机侵袭的国家极为个别。

20世纪90年代之前，金融危机通常只表现为某种单一形式，如60年代的英镑危机为单纯的货币危机，80年代美国储贷协会危机为典型的银行业危机。但是，在90年代，多数金融危机具有明显的综合性。较为典型的特征是，危机开始时是外汇市场的超常波动，及由此引起的货币危机，进而发展到货币市场和证券市场的动荡，并最终影响到实体经济的正常运行。在大多数情况下，危机还引发了程度不同的外债偿付危机。譬如，在1994年的墨西哥金融危机和1997年

的亚洲金融危机中，危机国家在货币大幅贬值并最终被迫放弃原有的固定汇率制度的同时，均出现了银行坏账严重、存款抽逃等银行危机迹象。墨西哥、泰国和韩国等国家在危机期间还出现了外汇储备无法保证外债按期偿付的债务危机。并且，货币危机和债务危机还对实体经济产生了沉重打击。

金融脆弱演化为金融危机的机制

金融脆弱，仅仅表明金融已经具有不稳定性，还不等于金融危机。由金融脆弱到金融危机有个演化过程。金融危机的爆发以金融脆弱积累到一定程度为条件，但最终在何时发生，还需要某一或某些触发点。某些突发的金融事件，如特大企业的倒闭、欺诈丑闻的揭露等造成公众信心的动摇，往往就是这样的触发点。

以最古老的金融危机——支付危机为例：金融机构资产负债表恶化，引起挤兑；为满足支付，金融机构急于获得现金，不得不出售资产；金融机构急于出售资产，导致资产价格暴跌；资产价格暴跌，进一步恶化私人部门的资产负债表……这样，危机通过了自我实现的过程。金融危机必然引发信贷紧缩，并损害实体经济，导致经济滑坡。经济滑坡、破产增加、信心失落，互为因果、恶性循环。在封闭经济中，中央银行可以通过其“最后贷款人”的功能来消除“自我实现”的恐慌。但货币供应量的大幅扩张又会引发、加重通货膨胀。

这一“自我实现”过程，正是以金融脆弱乃是客观存在为前提的。假设，历史验证的是金融机构本身的稳健经营无可动摇，而不是一有风吹草动就会或多或少地陷入破产、清理，假设，历史验证的是资本市场上的虽有价格波动但并不比商品、服务价格的波动幅度大，而不是飙升、崩盘屡有发生，简而言之，假设没有金融脆弱性，那么储户就不会去挤兑，股民就不会恐慌抛售，等等。问题是不存在这样的假设。首先不是理论的论证、而是历史的实践，使人们从不怀疑金融的脆弱性。所以，金融体系越脆弱，人们提防它出问题的警觉就越高，金融危机发生的可能性也就越大。

金融全球化与金融危机的国际传播

在“金融监管的国际协调”一章，对于这个问题已经作了一些分析。

金融全球化是当今时代金融发展的总趋势。对于金融全球化的概念，目前还没有一个可以为人们普遍接受的定义。粗略地说，所谓金融全球化，指的是全球金融活动和风险发生机制联系日益紧密的过程。

金融全球化的具体表现有：（1）金融活动“游戏规则”的全球一体化。无论

是国内金融活动，还是跨国金融活动，通用的是基本相同的“游戏规则”。（2）市场参与者的全球一体化。这指的是，资金需求者可以广泛地面向全球来筹集资金，而资金的供应者也可以在全球范围内选择其投资、贷款的对象。（3）金融工具的全球一体化。金融交易的工具，从原生产品到它们的衍生品，其民族和国家的色彩均已淡化。新的金融工具一经创造出来，很快就会成为各国金融交易的对象。（4）金融市场的全球一体化。这不仅指的是投资者和筹资者可以比较自由地在世界各国的金融市场上从事金融活动，而且指的是建筑在因特网基础上的全球24小时不间断交易体系已经形成，为金融交易最终摆脱各民族国家疆界的樊篱和实体市场的约束提供了基础。（5）交易币种多样化。随着越来越多的国家放松金融管制，越来越多的民族国家的货币进入了全球金融交易。（6）利率的趋同化。随着各国相继放松管制，各国利率水平已经趋于同步变动；全球利率的国别结构，在考虑了各种风险因素之后已经基本稳定。（7）金融风险的全球化。

由于金融活动和风险发生机制的联系日益紧密，所以，在全球化时代，国与国之间金融脆弱以至金融危机的联系也越加紧密。这表现为金融危机具有极强的传播效应。在1992年秋的欧洲货币体系危机期间，英镑与里拉被迫贬值，并退出欧洲汇率机制。随后，仍留在欧洲汇率机制内的爱尔兰镑和法国法郎等也遭到冲击，汇率发生了急剧的波动。在1994年的墨西哥金融危机期间，墨西哥比索的贬值引起了阿根廷、巴西等周边国家汇率的大幅度波动。在亚洲金融危机期间，货币贬值首先起于泰国，迅速蔓延到印度尼西亚、菲律宾、马来西亚，并随即波及新加坡、中国台湾和中国香港，后又扩展到东北亚的韩国和日本。在货币危机这场横扫了除中国外的东南亚和全部东亚地区之后，俄罗斯和巴西也经历了金融危机的冲击。

很多研究表明，在经济稳定时期，国家之间的汇率、股票价格和主权债利率，每日变动互不相关；而在危机时期，各国汇率的波动、主权债利率的波动都具有相关性，大部分股市的波动也具有相关性。

一国的金融危机扩散到另一国的渠道主要是两个：贸易联系和金融联系。

当某个或某些国家是危机国家的重要贸易伙伴，即存在直接贸易联系时，一国爆发金融危机所伴随的货币大幅贬值和国内需求急剧下降，都会导致与之有直接贸易联系的国家出口下降，国际收支恶化，成为危机扩散的牺牲品。与之同时存在的还有另一种情况，即某些国家相互之间直接贸易联系的规模虽然不大，但却往往在很大程度上依赖一个共同的出口市场。比如，发展中国家，相互之间的贸易往来，大多不占主要地位，而主要的出口市场却往往是彼此共同的，如美国、日本或西欧。在这种情况下，直接贸易联系通常不是危机扩散的主要途径；

而间接贸易联系的影响却很大。危机间接扩散的可能途径，一是危机国家因货币大幅贬值而增强出口竞争力，抢占出口市场，使对手国的出口下降，国际收支恶化；二是危机国家的对外汇率失守，市场就会预期与之有间接贸易联系的国家也很有可能会让本币贬值，因而导致大量抛售各该国货币，从而加速货币危机的扩散，等等。

金融联系同样有直接的联系和间接的联系。直接金融联系是指某个或某些国家与危机国家有直接的投资和借贷联系。在这种情况下，显而易见，会导致危机的直接扩散。而当某个或某些国家与危机国家都是跨国银行和国际机构投资者开展大量业务的地区时，则形成间接联系。从近几次金融危机可以看出，跨国银行和国际机构投资者在一国遭到损失后，为了达到资本充足率和保证金要求，或出于调整资产负债的需要，往往大幅收缩对另外国家的贷款或投资。例如，1996年净流入 29 个新兴市场经济体的信贷资金为1 200亿美元，经过 1997 年始于东南亚金融危机，到 1998 年信贷资金反而从新兴市场净流出 291 亿美元。再如，当危机首先在泰国爆发时，日本银行首当其冲遭到巨大损失，遂立即普遍收紧银根，关闭分支机构，遂成为促使这些国家相继陷入危机的重要因素。那时，日本银行从东南亚的撤资，也影响到我国的香港，并间接给我国的海外融资造成一定的困难。

即使不存在贸易、金融联系，危机也有可能扩散。这是由于市场预期发生变化，或投资者的信心不稳，会由于种种导火线而导致资本市场上的热币大量从某个或某些国家流出。例如，1997 年东南亚许多国家的货币相继贬值之后，越来越多的公众认为香港的联系汇率制也将难以维持，从而为投机者攻击港元创造了机会。

金融危机的危害

金融危机对经济的冲击会涉及方方面面，社会总会为之付出高昂的代价。不论是发展中国家，还是发达国家，都屡受其害。拉美债务危机使拉美国家“失去了发展的十年”；亚洲金融危机则使一向欣欣向荣的亚洲经济倒退五六年，“东亚奇迹”黯然失色；美国的储贷协会危机让纳税人直接付出了1 800多亿美元的拯救代价，加深了美国在 20 世纪 80 年代末、90 年代初的衰退；欧洲货币体系危机曾迫使西欧若干主要国家退出欧洲货币体系，如此等等。从不同视角看，主要危害有：

1. 使金融机构陷入经营困境

发生金融危机，首先受到损害的自然是金融机构本身。危机之后，无一例外地伴随着大量金融机构的破产或重组。20 世纪 30 年代大危机期间，全美约有

11 000多家银行破产、合并，使银行总数由25 000家减至14 000家。1985年美国储贷协会危机发生后，1985—1990年每年的银行倒闭数分别为120家、138家、184家、200家、206家、179家，而1980年则只有10家。1995年日本金融风潮发生后，先是最大的信用社——木津信用社破产，接着是兵库银行倒闭和7家住专连锁破产；1997年东南亚金融危机发生后，日产生命公司、三洋证券公司、北海道拓殖银行和山一证券公司接连宣告破产。1997年泰国发生金融危机后，泰国政府一次关闭了56家金融机构。

即使一些银行幸而没有倒闭，经营上也会困难重重。首先是盈利能力下降；其次是不规范竞争增多；再次是银行体系的整体信誉下降，融资成本增加，等等。

2. 财政负担加重

由于金融业在国民经济中的特殊作用及其与千百万中小存户的密切联系，各国在发生银行危机时，财政都会出面救助。阿根廷（1980—1982）银行危机重组的财政成本相当GDP的55.3%；这一比率，智利（1981—1983）为41.2%，以色列（1977—1983）为30.0%，委内瑞拉（1994—1995）为18.0%，西班牙（1977—1985）为16.8%，墨西哥（1995）为13.5%，匈牙利（1991—1995）为10.0%，芬兰（1991—1993）为8.0%，巴西（1994—1995）为7.5%；瑞典、挪威和美国的这一比率也分别达到6.4%、4.0%和3.2%。在亚洲金融危机中，印度尼西亚、泰国、韩国、菲律宾、马来西亚仅重组其银行业的不良资产，就分别耗去了各该国1999年GDP的58%、50%、29%、22%、7%。日本为解决银行业的不良贷款问题，不止一次投入公共资金，给财政造成极大的压力。

3. 降低货币政策效率

不稳定的银行体系打乱了货币政策工具与货币政策目标之间正常的联系规律。比如，货币乘数有明显变化；货币供给量的利率弹性有明显变化，等等。在金融动荡期间所出现的扰动，往往难以预计其摆动方向以及摆动幅度。这无疑会给货币政策的实施增加困难。

4. 债务紧缩效应

债务紧缩效应，这是用来解释20世纪30年代大萧条的知名理论。它主要论证：金融危机之后的萧条阶段银行信用必然过分紧缩并成为抑制经济复苏的重要因素。

银行信用必然过分紧缩的原因，主要如：

——危机的余悸，使得银行以过分谨慎的心态面对风险；任何重要公司的倒闭、任何股市上的风吹草动，都可能提示金融领域中不确定性的增大，使得贷款

风险的高低更难分辨。这必然会使贷款者倾向于严格控制贷款的发放。

——股市下跌，股票这类金融资产作为抵押品的价值下降；而且悲观的股市预期使得用这类抵押品取得贷款的折扣加大。这都使提供的贷款金额相应缩减。

——物价水平的下降，会提高公司负债的实际价值，但却不会提高公司资产的实际价值。结果，公司实际资产的净值下降，公司向银行借款的基本条件相应削弱。

——以风险加大为由而提高利率，基于弥补呆账损失的动机而扩大利差、提高利率，也会加剧紧缩效应。

本来，金融危机中许多银行倒闭的本身，就减小了金融中介活动和提供信贷的规模。而类似以上种种原因，又会使信贷紧上加紧。于是导致投资的过分缩减和总体经济活动水平的持续低迷。

日本提供了最新的案例。1995 年日本发生信用社倒闭潮之后，银行怕担风险、抑制融资，不愿向企业发放新贷款，由此直接引发的倒闭事件急速增加。据《日本经济新闻》报道，1997 年由于银行抑制融资而直接造成的企业倒闭达 226 家。其中山一证券的倒闭、八佰伴的破产，都和融资困难有关。

5. 金融危机的诸多不利影响最终都将打击经济增长

有人观察，1975—1994 年间，没有发生银行危机的国家，经济一直在缓步增长，而发生银行危机的发展中国家则在危机发生后的 5 年中经济增长率慢至仅 1.3%，墨西哥金融危机爆发后，其国内生产总值增长率由 1994 年的 4.4% 下降到 1995 年的 -6.2%。亚洲金融危机爆发后的 1998 年，印度尼西亚的经济增长率跌至 -13.7%，马来西亚跌至 -6.7%，韩国跌至 -5.8%，泰国跌至 -9.4%。

第四节　金融危机的防范与治理

有危机就有治理防范

金融危机危害极大，却又往往避免不了，这就促使人们去寻求治理它的对策。早期的金融危机，主要是银行危机，与实体经济的状态，存在比较直接的联系；那时，主要依靠最后贷款人——中央银行提供流动性，支持银行，就会给银行渡过挤兑困境并使厂商获得喘息之机。金融全球化时代的危机与实体经济之间的联系日益曲折迂回，危机成因与表现形式复杂了许多，治理危机的对策也趋于多样化。

以东南亚金融危机为例，虽然各国治理危机的对策不完全一致，但基本上包

括三类：一是在危机发生之时，迅速采取应急的稳定措施；二是进行金融重组，重点是解决金融部门的不良资产；三是进行宏观及结构性调整——短期目标是刺激经济复苏，长期目标是优化经济结构，重塑公司治理机制。当然，在危机尚未爆发之前，未雨绸缪，提早采取对策，最为理想。所以，建立危机的预警系统相当重要。

建立危机预警系统

东亚金融危机在给全球造成极大影响的同时，也因国际社会不能及时、准确地预测到这场灾难性的危机而留下了深深的遗憾。构造一套预警指标体系，使一国金融当局能在危机发生前有所准备，成为危机后人们关注的一个热点。本章在谈到金融脆弱性的现实表现时所列出的一些指标，就可以列入预警指标体系。

构造指标体系的主要步骤就是对一系列备选指标进行统计分析，选出其中在统计上显著的指标。选择哪些指标进行分析，在很大程度上取决于人们对危机起因的理解。但这些指标必须是易于测量的，且在测量时应是确定的。

下列备选指标应用最广：(1) 资本项目，包括国际储备、长期资本流动、短期资本流动、对外直接投资以及国内利率与国外利率的差异。(2) 债务，包括公共外债、总外债、短期外债、外债中不同利率结构的比率、外债中不同期限结构的比率、短期外债与 GDP 的比率。(3) 经常项目，包括真实汇率、经常项目差额、贸易差额、出口、进口、贸易条件、出口品的平均价格。(4) 国际变量，包括国外 GDP 增长率、国外利率水平和价格水平。(5) 国内金融变量，包括信贷增长额、货币乘数的变化、实际利率、银行存贷利差、中央银行对国内银行体系的信贷量、股票价格、货币供给满足货币需求的程度、货币供给增长率、债券收益率、国内通货膨胀率、实际汇率和理论汇率、$M2$ 与国际储备的比率。(6) 实际经济变量，包括 GDP 增长率、失业率、消费、投资。(7) 财政变量，包括财政赤字、政府消费、对公共部门的信贷。(8) 政治变量，包括选举因素、政府的更迭、合法政权交替、非正常政权转移等。

一个好的指标应该具有以下特性：(1) 它在发出预警信号后，24 个月中发生了金融危机；(2) 它如果没有发出预警信号，其后 24 个月中没有发生金融危机；(3) 它第一次发出信号的时间距离危机发生的时间应该尽可能地长；(4) 它应该能持续发出预警信号。在现实中这样完美的指标极少存在，但只要能够相对准确地预测金融危机，也就可以认为它是一个好的指标。

通过这样的检验，"好的指标"主要是：国际储备的变化、实际汇率、国内信贷、对公共部门的信贷、国内通货膨胀率、短期外债与 GDP 的比例、贸易差额、出口、货币供应增长率、GDP 增长率、财政赤字等。把这些指标组合成了

一套预警指标体系，并力求恰当地赋予这些指标一定的权重，还有可能计算出在某一特定时间后的24个月中发生金融危机的概率。

稳定金融市场

一是动用外汇储备干预外汇市场。针对国际投资资本的侵入，中央银行可以运用本外币资金入市干预，以稳定汇率。1997年5—10月，泰国、印度尼西亚、菲律宾、马来西亚的中央银行先后动用近百亿美元外汇储备购买本国货币，以阻止本币贬值。1997年7—10月，中国台湾当局投入了70亿美元干预外汇市场以保卫新台币。对冲性干预确实能在一定时期内减少汇率波动幅度和打击投机。但一国（地区）能持续多久进行这种干预，要受该国（地区）外汇储备的规模、从国际金融机构和其他国家官方机构所能获得的外汇规模、从国际市场所能借到的外汇规模等等所制约。

二是提高利率，增加借用本币资金成本。提高短期利率的目的，在于拉高投机者在进行卖空投机操作时借入本币的成本。1997年5月，菲律宾中央银行将隔夜拆借利率由原来的10%提高到15%。1997年7月20日—8月18日，印度尼西亚中央银行将再贴现率由7%提高到30%。同期，泰国中央银行则将隔夜拆借利率提高到1 000%；香港金融管理局也曾将隔夜拆借利率提高至300%。提高利率来捍卫货币的有效性也受到制约。投机者可以利用金融衍生工具的操作来应对高利率。同时提高利率对本国（地区）经济的负作用也很大。譬如香港，利率提高后，银行业就经历了严重的流动性匮乏危机。

三是动用财政资金，稳定股市。1997年11月21日，印度尼西亚政府规定国有企业将净利润的1%用于在雅加达股票市场上购买股票。更正规的形式是建立股市稳定基金。当股价下跌到某一水平，可运用基金进场护盘。中国台湾就于1998年11月成立稳定股市专案小组，筹划股市稳定基金2 830亿元新台币，以3个月为运用期限，进场护盘。香港也在危机期间建立了著名的盈富基金。

四是保障金融债权，维护存款人信心。1998年1月27日，印度尼西亚政府向所有银行提供了储蓄业务和外债的全面保证，以维护储户和债权人的利益。1998年，日本修改存款保险法，允许储蓄存款保险机构设立特别结算账户，共可动用资金13万亿日元，使原先不在保险范围内的大额储蓄存款，也可以获得保险。

管理国际资本流动

在稳定金融市场的措施中，暂时实施资本账户管制，特别受到关注。

国际资本流动具有极强的冲击性，任其自由流出入可能会给一个经济体带来严重的负面影响。就是在自由化最被推崇的时候，对于国际资本流动有必要适当限制和政策引导也是主流观点。

在管理短期资本流动方面，最突出的建议就是对短期资本流动课税。人们称这种税为托宾税。托宾认为，由于流动性不同，商品和劳务依据国际价格信号做出反应的速度要比金融资产价格变动缓慢得多。国际资本市场上由投机引起的国际金融市场震荡，会传递到商品和劳务市场。商品和劳务市场的反应速度慢，来不及做出合适的反应，于是导致商品和劳务市场的扭曲。为此，他于20世纪70年代末建议，在快速运转的国际金融飞轮下面撒些沙子，即对短期资本流动课税，使之转得慢一点，对稳定经济是绝对必要的。托宾税的益处，是有助于减轻国际投机对本国经济的支配程度，而且对贸易和长期投资不会有太大的冲击。

托宾税尽管在发达国家和发展中国家广为应用，但其缺陷是明显的。金融资产多样化使各类头寸相互混合，即使是仅对外汇交易征税也是极其复杂的事情，并很可能降低国际资本市场的流动性和有效性。托宾税在限制资本外逃方面的效能更低。例如20世纪60年代最早征收资本流出税的美国，最终因避税严重而放弃了这种课税。

除课税手段外，还有很多直接管理资本流动的手段。比如中国台湾为防范国际游资对岛内经济的冲击，在平时就建有多层次的防范措施。其中如对于外汇进出台湾，就有每一家公司每年汇入汇出台湾资金的结售额度各为1 000万美元的规定；对于外资投资于证券市场，有总限额的规定——外国机构投资台湾证券的总额度为7.5亿美元，有对单个外商的限额规定——最高不得超过2亿美元，等等。1997年7月，东南亚金融危机爆发之时，台湾股票交易所中外国证券投资仅占股市总值的4%，兴不起大风浪。危机来临更会有形形色色的暂时性措施。比如，1997年8月31日，印度尼西亚政府开始限制外汇交易，除了用于投资和贸易目的外，每家银行每个客户外汇交易额的高限为500万美元。菲律宾中央银行于1997年7月要求银行在向非居民出售未兑现远期合同时，必须事先得到批准。同时，为抑制市场对美元的需求，商业银行合法出售美元的平均最高限额从10万美元降至2.5万美元，不久又降至1万美元。

1997年8月泰铢大幅度贬值后，泰国要求泰国银行终止所有可能导致离岸市场泰铢头寸增加的与非居民之间的交易。出售资产所获得的泰铢收入禁止汇出，并只能在在岸外汇市场兑换。为了增加外汇市场上的现汇供应，在施行“托宾税”之前，1998年9月1日，马来西亚政府宣布了重新管制资本账户。如规定在持有林吉特资产少于12个月的情况下，卖出林吉特所得的收益要存入一个

特殊的对外账户中；如果在1998年9月1日后存款的存入期限少于1年，这笔资金将不能兑换成外汇转入他国。

这些直接性的资本流动控制，负面影响明显。就像对幼稚产业进行暂时保护一样，本来是暂时性的资本管制有可能变为永久性的。金融改革可能由此延缓。这类措施向市场所传递的信号也会反而在紧要关头限制了新的资本流入。在技术上，经常账户和资本账户难以准确区分；资本管制成本也颇高。

对于加强一国外债的管理，几乎没有反对意见。外债管理有两个基本方面：一是规模管理；二是结构管理，包括期限、来源、投向、币种等方面。控制短期外债余额、限制私人企业从外国借款、严格国家或准国家实体对外部借款的担保、减少对从国外借款的税收优惠和管理优惠、利用法律的手段确保各企业和金融机构增加外债透明度等，都是受推崇的外债管理办法。

重组和改革金融部门

发生了金融危机，金融部门难辞其咎。在金融危机之后，大规模的金融部门重组和改革势在必行。银行业的重组和改革被置于核心地位。

1. 确立金融部门重组和改革的规划及其执行机构。1996年10月，日本经济审议行动计划委员会下设的金融工作小组，公布了题为《搞活我国金融系统》的报告书，提出了金融大改革的原则框架，并于次年开始逐步施行。1997年11月，泰国国会通过了6项旨在改革金融业的法律。根据这些法律，财政部专门成立了“金融重组局”，负责各项金融重组事务。1998年1月印度尼西亚在财政部下设立“印度尼西亚银行改革局”，旨在监督和管理银行的改革。同年，韩国成立了直接隶属于总统的金融监督委员会，统一行使对银行、证券、保险和其他金融机构的监管职能；金融监督委员会保持决策上的独立性。新加坡政府也在1998年11月公布了金融改革八大原则，等等。

2. 多渠道分离和处置不良资产。发生了金融危机，必然伴生有巨额不良资产。要维持公众对银行的信心，就得把银行资产负债表中的不良资产分离出去。分离资产负债表，最早是日本采用的。1946年，日本政府决定自8月11日起，所有金融机构的资产负债表划分为新旧两部分，新账户正常经营，旧账户一律冻结，等待重组。当时冻结的部分高达存款总额的86%。由于旧账户冻结，实际上等于把不良资产从银行分离出去。后来，逐渐由一个中介机构来经营和管理分离出去的不良资产，这个中介机构发展到今天，获得了一个统一名称——资产管理公司（asset management corporation，AMC）。20世纪90年代以来，金融危机不断，AMC也广泛地流行起来。在发达国家，有美国的RTC，德国的托管银

行，日本的过渡银行，法国的CDR，瑞典的AMC；在转轨国家，匈牙利、波兰、捷克都成立了类似于AMC的机构，来处理体制转轨中产生的大量银行坏账；在新兴市场经济国家，墨西哥以及亚洲金融危机爆发后的韩国、泰国、马来西亚、菲律宾也相继成立了AMC。[①]

AMC处置不良资产的手段多种多样。贷款出售、债权置换、债转股、合股制和证券化等，都是AMC惯用的方法。为防止AMC对资产控制权的留恋，通常给AMC规定一个有限的存续期。

3. 多途径充实银行资本金。银行充实资本金的主要措施有动用留存利润、发行债券、提高坏账准备的提取率等。但政府注入资本，作为实现银行资本充足率的非常措施，有关键意义，在许多国家都采用过。

需要注意的是，政府注入资本绝少采取财政简单拨款的方式。以泰国的做法为例，1998年，泰国政府向国内商业银行注资，增加它们的资本金，以达到资本充足率的要求。注资主要是通过泰国金融机构开发基金FIDF进行。FIDF的资本援助分为一级资本援助计划和二级资本援助计划两类。一级资本援助计划的做法是债权换股权，即政府按照市场利率向银行发行可流通的10年期国债，然后以购买优先股的方式，将这些资金作为股本注入银行。这种做法的实质，是以银行增加对政府的债权来换取银行接受投资而增加对政府的负债。二级资本援助计划方案的基本做法是债券交换，即政府购买银行的次级债券，银行则反转来购买不可流通的政府债券。这种做法的实质也同样是银行与政府之间的债权与债务的转换。这样的操作本身并不会直接引起货币供给量的变化，但却能够用自己的资产业务换取可计入资本充足率的投资和负债。

4. 允许或吸引外资参与重振国内金融业。泰国于1997年10月将外国投资者拥有银行业股份的比例从25%提高到50%以上。1998年，马来西亚允许外商投资于保险业的股权由原先的30%增至49%，允许投资于证券公司的股权由原先的30%增至40%，还允许建立由外方控股或由外方独资的基金管理公司。印度尼西亚则取消外国股份在本国银行不能超过49%的限制，直至允许外国投资者拥有100%的股份。1998年12月，韩国被迫接受了IMF加速金融改革的建议，允许外资参与韩国金融机构的重组，允许外资银行和证券公司在韩国开设分

---

① 各国的实际名称并不一致，如：波兰称为工业发展局，泰国称为金融重组局，印度尼西亚称为银行重组局，马来西亚称为Danaharta资产管理公司，墨西哥称为Fobaproa资产管理公司。在我国正式的官方文件中，称“金融资产管理公司”，而实际上，AMC管理的范围并不仅限于金融资产，也包括实物资产。

支机构。同年，新加坡宣布分5年时间进一步开放国内银行市场。

关于是不是应该允许外国资本进入本国金融领域的问题，前面多次讨论。但不论理论上是否已取得透彻的解决，在经济全球化的背景下，在金融危机的直接压力下，实践已在突破。

5. 加强金融机构的公司治理。公司治理问题，如果就广义来说，是与公司这种现代经济组织形式始终伴随在一起的。近年来，对公司治理的理解及其内容，则反映着经济发展的当今特点。任何性质的公司，包括金融机构在内，均应随着经济条件的变化及时提高治理的水平。然而在平时，因袭往往阻碍改进；而落后的治理水平，则意味着脆弱性的积累。金融危机的爆发，既揭示了公司治理落后必须予以改革的迫切性，同时又为突破陈规陋习提供了巨大的推动力。

6. 合并、重组有问题的金融机构。在东南亚金融危机期间，马来西亚27家金融机构被合并成6个中心银行；印度尼西亚关闭38家财务陷入困境的银行，并接管了7家银行；日本政府也被迫接管日本长期信用银行和日本债券信用银行。韩国为鼓励买主收购问题银行，规定：买主可以只接受被收购银行的较好资产和员工；存款保险公司吸收被收购银行资产小于负债的差额；资产管理公司购买被收购银行的不良贷款等。结果，韩国的数十家银行被重组为6家银行，非银行金融机构仅在1998年就关闭了200家。

推进宏观及结构性改革

关于这个方面前面多有讨论，其主要方面不外是：

——实施扩张性的财政政策。在这方面值得提醒的是，以往国际金融组织的建议，往往无视反对的意见，把紧缩财政作为应对危机的手段。但实践说明这样的建议往往不是缓解而是加剧困难。现在已走向了这一政策的反面。马来西亚就经历了这一政策循环。1997年10月，马来西亚实行紧缩性的财政政策，但到1998年4月，马来西亚便为防止衰退而放松了财政政策。

——实施扩张性的货币政策。

——调整经济结构。在新兴市场国家，主要是消除制约市场机制发挥资源配置作用的因素。如韩国在危机之后，即推行了切割财团的计划。[1]

---

[1] 这个计划称之为big deal计划。财团支配着韩国的经济，截至1997年，仅前5家企业财团，现代、大宇、三星、乐喜和鲜京的产值就占韩国当年国内生产总值的37%，共拥有264家子公司，业务范围遍及半导体、钢铁、百货公司、牙膏等行业。

第五节　中国的金融脆弱性与金融危机

中国金融脆弱的表现

商业银行体系是我国金融体系的主体，商业银行所积累的不良资产是我国金融脆弱的最主要标志。由于信息披露的不充分，外界对于中国银行业的不良资产余额一直多有猜测。根据官方公布，2001 年，国有银行本外币不良贷款额17 649亿元，不良资产比率达25.36%。当然，其中损失类不良贷款只占一小部分，其余不良贷款则还有相当的回收率。2000 年底，国有银行的实收资本为4 793亿元。假如全部不良贷款损失额达到不良贷款总额的四分之一，那就会把实收资本全部冲光。股份制商业银行的问题小一些，但其潜在不良资产损失也不容轻视。

城市信用社、信托投资公司、财务公司和租赁公司以及各类农村基金会等非银行金融机构，在 1992—1994 年的经济膨胀时期，都有大量的违规违法经营，管理混乱，累积了大量坏账。在经济“软着陆”之后，金融风险暴露，支付问题不断发生。1996 年以来，全国发生多起信用社挤提甚至倒闭事件。受其牵连，个别由信用社合并而成的城市商业银行也出现了程度不等的支付困难和存款挤提。1998 年 1 月，海南发展银行因此导致破产。1997 年后，有几家全国性的大信托投资公司先后以不同方式结束了经营活动，其中包括引起国内外广泛议论的广东国际信托投资公司破产案。

政策性金融机构中，中国农业发展银行，由于承担筹集农业政策性信贷资金，承担国家规定的农业政策性金融业务，不良贷款比率高。

保险业的问题具有隐蔽性。尤其是寿险，现阶段主要是收入期，大规模的支出期尚未到来。现在，保险业的问题在于：一是无序竞争，支付高额代理费；二是利率不断调低，保单利差倒挂。

资本市场方面，上市公司普遍业绩不良。市场发育还处于较低的水平；市场秩序有待大力规范。资本市场的运作主体——证券公司不仅相当普遍地参与不正当的操作，自身的基础也极为薄弱。98 家证券公司，到 2002 年的不良资产率平均为 50%，不良资产额达 460 亿元人民币。而这 98 家证券公司的资本金只有 917 亿元。

对外金融交易方面，尽管实行外汇管制，仍存在相当规模的资本外逃。据外经贸部的测算，1993—1997 年，资本外逃累计达1 100亿美元。

虽然官方统计的外债指标均在安全线以内，但隐性外债大量存在。广东国际信托投资公司宣布破产后，申报债权总金额为467亿元，80%以上为境外债权。这从一个典型事例显示了隐性外债的规模。中国外债的币种结构集中于美元和日元，也使我国承担着较大的汇率风险。据测算，截止到1993年8月底，我国累计执行的三笔共1.7万亿日元贷款，因日元升值就增加了60亿美元的债务负担。

"脆弱"但未导致"危机"之谜

还在亚洲金融危机爆发之前，国内外对中国金融的稳定性大多表示极为担忧。时任IMF总裁的康德苏认为，最值得警觉的是中国，可能出现最大的银行倒闭风波。依据前述的金融危机扩散的理论，中国似乎难逃亚洲金融风暴的劫难。

中国与东南亚危机国家的出口都高度依赖美、日等国的市场。1998年与1997年相比，中国对日本的出口增长率从3.1%降至 -6.7%，对美国的出口增长率从22.5%降至16.2%。中国与东南亚危机国家还有着"共同贷款人"——都欠日本银行、美国银行大量的外债。然而后来的中国却经受住了冲击，为亚洲惟一的一个安然度过1997—1998年的全球金融大动荡的新兴市场国家。对此，国内外有着各种各样的解释。

——中国在亚洲金融危机中幸免于难的直接"防火墙"是资本项目没有开放。这就不存在国际短期资本急速抽逃并从而引爆危机的机制。这在危机时刻是有其关键意义，但并不是惟一的原因，也不是决定性的。

——中国特有的金融结构，就效率来看，问题突出，可是从抗拒金融冲击的角度看，却又较强。在中国，银行信贷的间接融资占社会融资总量的80%，其中的四大国有商业银行又占间接融资总额的70%。较小的金融市场和国家直接支持的银行信贷，是外部冲击较难动摇的。

——国家综合债务水平尚在可承受的范围之内。中国综合债务的特点是：银行不良资产多，但政府债务、居民债务和外债却不高。若以政府内债、银行坏账以及外债表示国家综合债务额，那么中国国家综合债务率（国家综合债务额/名义GDP），在1997年为47%，1998年也低于50%。而同期日本、泰国、印度尼西亚、韩国的这一比率则分别达114.3%、109.3%、92.7%、75.4%。美国的同一指标长期在70%，欧元区的标准为60%。其中政府的负债，虽然国际上对中国有种种议论、特别是估计到或有债务，有极为夸张的悲观议论。但多方衡量，实际负债水平还有相当的余地。政府负债较低，金融震荡之际就可以用增加债务的办法来清理债务，稳定经济。这也是解释为什么中国银行业的坏账虽有可能高

于东南亚国家，却没有发生金融危机的一个根据。世界银行也认可这样的说法："按狭窄口径统计的政府债务水平不高，足以对深受不良债务拖累的银行体系提供财政支持。"

——最根本的、长期起作用的应是中国经济现在具有的活力，它保持了国民经济持续稳定的增长和在国际经济舞台上的竞争潜力。也正是具备这样的根基，才使得自身的金融脆弱性虽在不断累积的情况之下，却能够经受住亚洲金融危机的剧烈冲击。在亚洲金融危机后的1998—2000年三年，中国GDP增长速度虽然较之前数年有明显下降，但仍分别达7.8%、7.2%和8.0%；出口总值也依然持续增长。实体经济的良好状态从根本上保证了金融稳定的态势。

破解"脆弱"但未导致"危机"之谜，并不意味着对于中国金融脆弱问题无须严肃对待；也不因为金融危机没有发生而否认在局部范围内，如某一金融行业、某一地区出现危机的可能性。

脆弱性与市场化

改革之前，中国金融业几乎不存在脆弱性。不仅中国人没有想这样的问题，国际上也无人关注。随着市场化改革的推进和深入，金融的脆弱性才逐步显现并日益积累。自然而然，如下的判断成立：中国金融的脆弱性是伴随市场化而来的。假如无视整体和全局，把脆弱性和市场化这种相关关系孤立地进行考察，直接的逻辑推论应该是：停止市场化，消除脆弱性。显然，这样的论断并无价值。

第一，金融按照市场的轨道改革是建立市场经济体制总体改革任务的构成部分。就如同把经济整体改造为市场机制是基于以高效率的资源配置来替代原有体制低效率的资源配置一样，金融改革与建设的核心目标也在于提高资源配置的效率；就金融本身功能特点来说，则是要求形成一个能够高效率实现储蓄向投资转化的机制。安于低效率而不推进这样的转化，没有金融脆弱性；要求有高效率的金融机制，则金融脆弱性必然伴随而生。如何选择？中国的实践说明，金融脆弱性的社会代价远不会吞噬效率提高所带来的好处，因而，坚持金融市场化，就不应因其必然伴随金融脆弱性而有所动摇。

第二，在改革过程中金融脆弱性虽然不可避免地伴随而来，但对于脆弱性生成和积累的过程却不是无能为力的。认识并正视金融脆弱的内生性，并寻求得当的缓解、缓冲、疏导、控制的措施和途径，就会使这一过程较为平缓、渐进，就会提高可控程度。在这方面，中国碰到的一个特殊问题是：一方面是市场机制的改革方向和不可逆转的推进进程，另一方面则是传统机制的退出并非一蹴而就和因循守旧力量的牵制。本来，市场机制中的问题是要在进一步市场化的进程中解

决，而中国的新旧冲突，却使问题的解决相当困难。例如，改革以来，利率和汇率的调整，使银行风险加大。但利率、汇率变动了，商业银行却不能自主地进行金融产品创新来对冲利率、汇率风险。这就使加大的风险无法分散、化解。在这种情况之下，往往有归罪于市场化议论，并企求以延缓改革来换取暂时安宁的对策。

中国特定的实际包含着一般的规律性。上一章和这一章，讲了金融自由化，讲了金融自由化使得金融更加脆弱。中国的金融市场化和金融脆弱性属于同一性质的问题。在本章第二节最后一段所讲的，与这里所讲的，是同样的道理。

附录　20世纪80年代以来的金融危机

国际债务危机20年

当1981年3月波兰政府宣称无力偿付到期外债本息时，国际金融界并没有给予足够的重视，而仅仅将其看做发生在低效率的计划经济国家中的局部问题。到了1982年8月，墨西哥首先宣布无力偿还到期债务，接着，巴西、阿根廷、委内瑞拉、智利等拉美国家纷纷跟进，一场席卷全球的国际债务危机就此爆发。

20世纪50—70年代，一大批亚非拉发展中国家获得了民族独立。这些国家急于改变本国的落后面貌，普遍将经济的高增长引为本国的主要奋斗目标。但是，极为贫乏的国内储蓄难以支持迫切追求的高指标，于是，纷纷转向国际金融市场寻求资金支持。在另一面，发达国家经济增长的趋缓，欧洲美元市场的兴起和石油美元的突然积聚，使得国际金融市场上资金充斥，急欲寻找出路。这种需求和供应的互动，导致大量资金开始流入发展中国家。

从70年代开始，发展中国家的外债以惊人的速度增长。据IMF统计，1973—1982年，非产油发展中国家的债务从1 301亿美元增加到6 124亿美元，负债率从115.4%增加到143.3%，偿债率则从15.9%跃增为23.9%，均超过了国际公认的安全线。更为严重的是，巨额的债务高度集中于少数发展中国家之中。据IMF在1983年的统计，在100多个发展中国家中，14个重债国的债务就占去债务总额的80%，其中，仅巴西、墨西哥和阿根廷三国的外债总额就达到2 100亿美元，占发展中国家债务总额的1/3强。

在外资大量流入的同时，债务国均采取了持续数年的扩张性财政政策和货币政策，通货膨胀随之发生。同时，高估的本币价格，不仅严重削弱了本国出口商品的国际竞争能力，而且还促使国内资金为躲避日后不可避免的贬值灾难而不断

外逃。更为致命的是，发展中国家普遍没有很好地利用其巨额的外债。一些重债国利用外债支持的往往是好大喜功、规模庞大的长期建设项目，有的贷款项目根本没有形成任何生产能力。在少数国家，当权者甚至用外债进行外国证券投资，或者索性将之据为己有。

在发展中国家债务管理混乱和债务负担日益加重之时，国际环境开始变得不利起来。1979 年石油价格的又一次上涨，再次引发了世界经济衰退。从 70 年代末期开始，国际市场需求锐减，发达国家又兴起贸易保护主义之风，发展中国家的出口收入随之大跌。例如，非产油发展中国家的出口收入增长率在 1980 年为 23.8%，1981 年为 3.7%，1983 年竟出现了 5.2%的负增长。创汇能力的急剧下降和还本付息负担的不断加重，使得发展中国家逐渐丧失偿债能力。而发达国家为了避免再度陷入滞胀的境地，又普遍实行了紧缩的货币政策，致使 1979 年后国际金融市场的利率和主要国际货币的汇率普遍升高。这对于已经陷入困境的发展中国家来说，无疑是雪上加霜。

在发展中国家偿债日益困难的情况下，为了保护自己，国际商业银行开始减少对发展中国家的贷款。从 1973 年开始大规模流往发展中国家的贷款，在 1982 年突然干涸。在 1981 年，这一地区还有超过 110 亿美元的净资本流入，而到了 1982 年，资本的净流出却已高达 190 亿美元。至此，发展中国家的债务危机已经无可避免。这一趋势一直持续到 90 年代初期：1989 年和 1990 年拉美的资本净流出仍分别达到 273 亿美元和 189 亿美元。

拉美债务危机爆发后的近 20 年，发展中国家的外债问题不仅没有丝毫缓解，反而以平均每年 5%的速度递增。1998 年，发展中国家的国际债务总额仍达 2.18 万亿美元。

延续 20 年的国际债务危机作为 70 年代以来最重要的国际金融现象，对金融全球化的内容和进程产生了极大的影响。一方面，它使得发展中国家再度强化了对发达国家的依附；另一方面，它沉重打击国际商业银行的放贷信心，促使国际资本更多地使用更具流动性的融资手段来取代传统的国际融资。

欧洲货币体系危机

金融全球化作为一种全球经济现象，不仅使发展中国家面临着新的风险，而且也使发达国家面临新的考验。在这方面，最显著的例子当推 20 世纪 90 年代初期的欧洲货币体系危机。

1991 年 12 月，对于欧洲合作具有里程碑意义的《马斯特里赫特条约》（以下简称《马约》）达成。1992 年，当欧共体各国正忙于为是否赞同《马约》举行

全民公决之时，一场货币危机悄悄降临。自 1992 年 8 月份以后的近一年的时间内，来势凶猛的投机狂潮横扫欧共体各国货币，欧洲货币体系几近瓦解。

1992 年 8 月，欧洲货币体系中的弱币，如意大利里拉、英镑、西班牙比塞塔、葡萄牙埃斯库多和爱尔兰镑等首先遭受攻击。相关国家的中央银行几乎立刻进行干预，但阻止不住本币汇率的下泻。这致使欧洲货币体系中心汇率的调整势不可免。但是，欧共体为给《马约》的全民公决营造良好的气氛，只想通过变动利率、干预市场和调整结构等手段来平抑汇率的波动。1992 年 9 月 6 日，欧共体财长会议发表声明强调不调整欧洲货币体系以及随时准备对外汇市场进行干预。但是，市场对此声明的反应平淡，抛售弱币的规模愈来愈大。1992 年 9 月 13 日，欧共体不得不宣布受冲击最严重的意大利里拉汇率下调 3.5%，其他货币汇率相应上调 3.5%。两天后的 9 月 15 日，里拉又大幅度下跌到 808 里拉兑换 1 马克，越过新的里拉中心汇率802.49里拉兑 1 马克。同一天，英镑对马克的汇率跌至 1 比2.783 6，已接近 1 比2.778 0比价的最低点。9 月 16 日，在纽约外汇市场上，英镑对马克的开盘价跳空为 2.7，比欧共体中心汇率机制的最下限还要低近 8 个芬尼。为免除投机压力，9 月 16 日，英国宣布英镑暂时与欧洲汇率机制脱钩，并两次宣布提高利率，使之提高到 15%，以阻止英镑汇率的进一步下跌。

9 月 17 日，欧共体财政官员在召开了 6 小时的紧急会议后，正式宣布意大利里拉、英镑脱离欧洲货币汇率机制，允许自由浮动；同时，西班牙比塞塔贬值 5%。但是，汇市危机仍难平息。9 月 18 日，英镑再度贬至 1 英镑兑换2.605 0马克，比原规定的浮动下限已低了近 20 个芬尼。同时，由于英镑和意大利里拉退出汇率机制，爱尔兰镑、法国法郎、丹麦克郎成为新的受冲击对象。到 9 月 22 日，马克与法郎比价为 1 马克兑换3.425 0法郎，已接近3.430 5法郎的下限。为此，法国和德国共耗去 303 亿美元进行了大规模的联合干预，法国还被迫把应急资金利率提高 2.5%，使之达到 13%。到了 11 月，西班牙比塞塔终因支撑不住，再度贬值 6%，葡萄牙埃斯库多也相应贬值 6%。

进入 1993 年后，欧洲汇市仍然动荡不定。爱尔兰镑、西班牙比塞塔、葡萄牙埃斯库多和法国法郎先后大幅度下跌。8 月 2 日，欧共体货币委员会决定，将法国法郎、比利时/卢森堡法郎、丹麦克郎、爱尔兰镑、西班牙比塞塔和葡萄牙埃斯库多，在它们的双边中心汇率基础上的上下浮动幅度扩大到 15%。事实上，15% 的浮动幅度已与自由浮动没有多大差别。那时，只有德国马克和荷兰盾仍维持围绕中心汇率 2.25% 的波动幅度。

持续一年的欧洲货币体系危机，无疑是欧洲货币体系成立 13 年来遇到的最严重的一次挫折。危机过程中，为保护其货币，瑞典中央银行曾一度被迫把它的

日贷款利率上升到了500%的天文数字。到危机结束时，英国、法国、意大利、西班牙、瑞士的中央银行的干预资金总计达1 000亿美元，其中，仅德国联邦银行一家就耗去了500亿美元。

欧洲货币体系的危机再次反映出固定汇率制的内在矛盾——人为稳定的货币制度与经济发展不平衡的现实之间的不协调。20世纪90年代的欧洲货币危机，在某种程度上可以说是70年代以前布雷顿森林体系内在矛盾的翻版。与那时不同的是，随着金融全球化的发展，各国货币当局面临着比那时规模大得多的外部投机资本的冲击。在资本流动每天达1.5万亿美元的国际金融市场环境下，任何国家甚至国家集团的干预都显得苍白无力。

墨西哥金融危机

1994年12月，墨西哥货币比索急剧贬值，被英国《经济学家》杂志称为“新兴市场时代”出现后的第一次大危机爆发了。

1994年12月20日，墨西哥财政部长塞拉在与工商界和劳工组织的领导人紧急磋商后，突然宣布比索对美元汇率的波动幅度将被扩大到15%。尽管政府的初衷是将比索兑美元的汇率从3.46比索贬为4比索，尔后再贬为4.5比索。然而，由于墨西哥经济中的矛盾已经积累有日，此举却触发了市场信心危机。一时间，人们纷纷抢购美元，抛售比索，2天后，墨西哥政府被迫允许比索自由浮动，比索汇率一落千丈，至1995年1月初，比索已贬值30%。

自1987年12月起，汇率成为墨西哥反通货膨胀的工具：比索与美元保持固定比价，只允许小幅调整（初期贬值幅度最高不超过0.000 2比索，1991年扩大为最高不超过0.000 4比索）。以汇率钉住美元为核心的反通货膨胀计划也带来了严重的副产品。由于墨西哥比索对外贬值的幅度小于通货膨胀率的上升速度，比索币值被大大高估了。据估计，如用购买力平价计算，比索的币值高估了20%。比索高估，沉重打击了墨西哥产品的国际竞争力，引起其经常项目收支的逆差。

在反通货膨胀的同时，墨西哥政府还加大了经济自由化的力度。贸易自由化使墨西哥的经常项目收支恶化；金融自由化使外国银行、经纪人公司、保险公司和证券公司大量进入墨西哥。资本项目管制的取消，也为国际投机资本大规模涌入墨西哥大开方便之门。这些都为以后的金融危机埋下了伏笔。

在实施反通货膨胀计划的初期，大量的外资流入，弥补了不断扩大的经常项目赤字，掩盖了外汇市场上比索疲弱的态势。流入墨西哥的资本仅在1990—1993年就有910亿美元，占同期流入拉美地区外资总额的一半以上。而且，流入墨西哥的外国资本又以证券投资居多。1990年，在墨西哥股票市场上，按市

场价计算的外国证券投资为45亿美元，至1993年12月，这一数额已高达546亿美元，即增加了10倍多。

可是外资总不会无限流入。墨西哥经济的虚弱状——国内储蓄大幅下降，国内投资与生产率停滞不前——日益为国际社会知晓并广为传播，外资的信心开始动摇。1993年，一些经济学家发出警告，称墨西哥与阿根廷的比索可能会遇到麻烦。进入1994年，墨西哥的形势开始恶化。恰帕斯的农民造反、执政党的总统候选人惨遭暗杀这两个突发性政治事件引起市场信心迅速崩溃。这时，外资开始撤离墨西哥，流入墨西哥的外国资本从1993年的310亿美元骤降为1994年的100亿美元。外资逃离，墨西哥的外汇储备迅速减少，1993年年底墨西哥尚有外汇储备254亿美元，1994年12月9日已不足110亿美元，12月18日又有30亿美元外汇储备被抽走，到1994年12月22日，墨西哥外汇储备仅剩下60亿美元。如此少的外汇储备不仅不能满足干预市场之需，连正常的应急性进口需求也无法满足，更难以应付在1995年第一季度到期的高达100亿美元的短期国债。此时，除了放弃比索与美元挂钩并实行比索贬值之外，墨西哥政府已经别无选择。

金融危机沉重打击了墨西哥经济。根据最保守的估计，该国至少损失了450亿美元，这相当于墨西哥国内生产总值的16%。1995年，墨西哥的国内生产总值下降了6.9%，是20世纪初墨西哥革命爆发以来经济增长率下降幅度最大的一年。

墨西哥危机是金融全球化时代新兴市场国家的第一次危机，直接原因还是出在固定汇率制的内在矛盾。为了抑制通货膨胀和稳定内外资的信心，墨西哥政府选择了将本国货币与美元挂钩的固定汇率制度。90年代初期墨西哥通货膨胀率的上升和国际竞争力的下降，使得比索不断高估。汇率的高估引起贸易逆差。为了吸引外资来弥补贸易赤字，固定汇率急切难以改变，于是只能提高利率。利率的上升，引起国内经济进一步衰退，并使偿还债务利息和本金的负担越来越重。这种进退维谷的局面，正是国际投机资本肆虐的好时机。

亚洲金融危机

1997年5月中旬以后，由泰铢下泻开始，一场金融风暴席卷亚洲。这次危机波及范围之广，持续时间之长，为第二次世界大战以来所罕见。它不仅造成了东南亚国家经济的严重衰退，企业和金融机构大批破产，还几度引发全球性金融危机，严重滞缓了全球的经济增长。

东南亚货币危机首先是从泰国引爆的。根据事后的研究，还在1996年年中，

泰国就有金融不稳的明显迹象，国际投机者窥觑已久。1997 年 2—3 月，投机家开始从泰国银行买入高达 150 亿美元的远期泰铢合约，随后数次大量抛售泰铢，压低泰铢现货市场汇率，引起泰国金融市场的动荡。5 月，国际投机者再度冲击泰铢，并使股市在 5 月 14 日下跌 54.08%。6 月 16 日，泰铢再次受到攻击，泰国央行再行干预，但外汇储备已近枯竭。7 月 2 日，泰国被迫宣布放弃和美元挂钩的联系汇率制，泰铢立即贬值 20%。

泰国的货币危机很快波及东南亚诸国。继泰国之后，菲律宾、印度尼西亚、马来西亚和新加坡的货币相继大幅贬值。东南亚股市也普遍下跌。10 月 27 日，美国、欧洲、拉美各主要国家的股票随之急剧下挫。

11 月 17 日，韩国央行被迫放弃对韩元汇价的干预。在 1 个多月的时间内，韩元汇率从 1 美元兑 860 韩元急剧下跌到 12 月 22 日的 1 美元兑2 000韩元。东亚危机对已经陷入困境的日本经济无疑是雪上加霜。11 月，日本第 10 大银行——北海道拓殖银行和日本四大证券公司之一的山一证券公司宣布破产。20 世纪 80 年代崛起的日本金融帝国受到重创。

进入 1998 年后，危机并没有像多数人所预测的“止跌回稳”。亚洲金融市场分别于 1 月、5—6 月和 8 月三次出现剧烈波动。印度尼西亚政局动荡、日元汇率大幅跌宕起伏、俄罗斯金融危机、美国 LCMC 破产、拉美金融动荡，成为 1998 年国际金融动荡中的几件突出事例。

直到 1998 年 10 月份后，东南亚金融市场才渐趋稳定。进入 1999 年，虽有年初巴西金融动荡的冲击，亚洲经济已经显露出全面的好转。金融市场的信心问题基本得到解决，股市、汇率都处于上升之中。金融业重新恢复发展。国际资本也开始重新回流亚洲。这一切利好的集中反映就是经济增长。经过 1999 年亚洲经济的复苏，到 2000 年东南亚地区的经济金融已实现了恢复性发展。

亚洲金融危机之所以被世界所瞩目，不仅因其危害之烈，而且还在于这场危机爆发的原因即使在今天看来也有些难解。与历史上发生危机的国家不同，东南亚国家的经济状况一直表现良好；现在回过头来分析，在危机之前，除了国内金融自由化的速度过快和资本跨国流动的易变性提高之外，一些公认的危机指标在这些国家中多数并未恶化。而且，危机发生前，国际经济政治环境总体上说是相对稳定的，国际社会正热烈地讨论着人类社会即将进入知识经济时代的美好前景。总之，亚洲金融危机发生于一片“大好形势”之下。

这种状况，必然在国际社会引起广泛的争论。争论的焦点是：什么原因导致了亚洲金融危机以及怎样拯救亚洲。出于各自的利益立场，三大国际力量对于亚洲危机的看法各不相同。以英美为代表的发达市场经济国家，认为亚洲危机的根

源是发展模式问题。它们认为，东南亚国家普遍实行所谓"亲情资本主义"，这种模式早晚要失败。因此，要走出危机，只能按照西方的民主自由市场经济模式来重塑东南亚经济体制。IMF也倾向于这种看法。处于危机冲击之中的亚洲国家则强调外部冲击的作用，尤其归罪于国际投机势力对亚洲国家金融市场的肆意破坏。马来西亚总统马哈蒂尔对美国量子基金管理人索罗斯的尖锐批判，可以说是这种观点的极端代表。在西方社会，也有部分人士同意这种看法。世界银行、中国则认为，亚洲危机是内部因素和外部因素共同作用的结果，而"外因通过内因而起作用"。

在国际学术界，对于亚洲金融危机的成因，存在着三个具有较大影响的论说，即"宏观经济基础论"、"金融恐慌（financial panic）论"和"金融体系脆弱论"。"宏观经济基础论"将危机归因于政府的错误政策和恶化的经济基础，并认为金融恐慌加重了危机；"金融恐慌论"认为亚洲经济尽管存在一定的弱点，但这些弱点不足以导致危机，危机的关键原因在于投资者对市场的信心和预期的突然改变；"金融体系脆弱论"基本上是对上述两种观点的折中，同时它更强调金融管理的失误。

［复习思考题］

1. 金融脆弱性、金融风险、金融危机之间有什么关系？

2. 关于金融机构的脆弱性有种种假说，试结合前面有关章节的有关内容进行分析。

3. 关于金融市场的脆弱性也有种种分析、论证，也应结合前面有关章节的有关内容进行分析。

4. 金融自由化的方方面面都有加重、强化金融脆弱性的作用。但是人们并没有据以否定推进金融自由化的方向。对于这样的矛盾，你认为应该根据怎样的准则决策？我国的金融改革，在这方面应该注意什么问题？

5. 以1997年亚洲金融危机为例，分析金融危机的成因、危害及防范措施。为什么中国在亚洲金融危机中受到的冲击和影响较小？中国应该从这次危机中吸取怎样的经验和教训？

6. 在金融全球化的背景下，金融危机具有极强的国际传播效应。主要的防治措施有哪些？这些措施的作用机制是怎样的？

第二十五章

货币经济与实际经济

第一节　两个两分框架

两个两分框架

考察一个经济体，当然是一个现代的经济体，即设定由商品货币关系全面覆盖的经济模型，存在两个由两分法（dichotomy）构成的分析框架：

（1）任何产出个体和任何经济集合都具有相互依存的两个方面：实际（real）方面和名义（nominal）方面。

（2）任何微观经济行为主体和任何社会经济体所拥有的资产、财富都由两种形态构成：实际形态和货币形态；就整个社会经济生活的过程来说，则相应一分为二：实际经济（real economy）和货币经济（monetary economy）。

"名义"与"实际"

任何经济都有商品的产出，服务的产出，发展到今天，还有越来越大的互联网"网络经济"的产出。商品的

产出，主要是指农业、采掘业、加工工业、建筑业、交通运输业的实物产出以及实物的运送、分装等方面。商业，与农业，与采掘、加工，同为最古老的产业。近代商业，或作为商业服务业这个大类的一部分，或径直归人服务业。但在当今，它依然有相当部分，如运输、包装、配送等等，属于生产过程的延续。不仅是商业，其他服务业也是古已有之。餐饮旅店早就见诸古籍，就是银钱业，在中国唐代的发展已相当可观。而当今，金融服务——本教材相当大的部分讲的就是金融服务——已在服务领域中，更确切地说，已在整个经济生活中居于非常突出的地位。计算机、互联网，越来越显示出自身的特点并形成独立的疆域。在这个基础上，出现了由多种多样网络公司，如网络营销、网络银行，以及以信息产出为主业的产业等等，构成"网络经济"。不论网络经济是划入服务产业，还是单作一类，它的产出，与生产产业的产出和商业服务业的产出没有区别。它们共同构成经济的实际方面，或者说，是实际经济[①]。

与"实际"相对的是"名义"，或者说，是经济的名义方面，是实际经济用货币表示的方面。

(1) 任何产出都有用货币数量表示的价格。在市场销售的衣食住行所需物品有价格；精神食粮的各种产出有价格；提供各种服务有收费标准，这是服务的价格；提供信息、加工信息要收费，这是信息业产出的价格，如此等等。就每一件产出品来说，不论它是有形的，如大至飞机轮船，小至针头线脑，也不论它是无形的，如一次演唱、一次知识传授、一次美容美发、一次信息传递，其有用性，其使用价值，都是各该产出品的"实际"的一面；至于名义的一面就是伴随着各该产出品的价格。

那么，是否凡具有价格的事物都有其"实际"的一面？比如，工资是一种价格，资本的贷出有价格——利息，兑换外币有价格——汇率，此外，股票有价格，债券有价格，期货、期权、互换等合约有价格。这种种价格，有什么"实际"与之相对应？有的是体现对让渡资金所取得的收益的分割权，有的是对未来回报的求索权，有的是对未来交易的选择权。至于汇率，那只是不同币种变换的比率。而工资所对应的"实际"，在理论上更有种种解释。这些价格所对应的事物，各具特点，差异显然。但无论如何，都与上述的飞机轮船、针头线脑、演唱、知识传授、美容美发、信息传递等等产出迥然有别，从而不好归之于"实

① "实际"，这是从外文"real"翻译过来的。也有时译为"实体"、"真实"等等；其实译成"实实在在"也未尝不可。但无论怎么翻译，如就字面推敲，都难以表达其含义。在这种情况下，只能把"real——实际"作为一个经济范畴的代号来理解，而不要就字面刻舟求剑。

际"之列。对这些事物，其中如利率、汇率、工资率，那是经常采用"名义"与"实际"这个两分框架进行剖析的。至于资本市场上种种价格，这是地地道道的"名义"，但如果非要找出与之相对应的"实际"，那是过分地曲折而遥远。所以对它们的剖析，主要采用的通常并不是这里所说的两分框架。这将在下一节讨论。

（2）如果说上面是就个体观察其"名义"与"实际"的两方面，那么，经济生活中的诸多集合也同时具有"名义"与"实际"两个方面。比如：

——GDP 和 GNP，有名义 GDP 和实际 GDP，名义 GNP 和实际 GNP 之别；

——第一产业的产出、第二产业的产出、第三产业的产出有名义产出和实际产出之别；

——消费、储蓄与投资也分别有名义与实际的区分；

——货币供给与货币需求，更要时时分辨名义与实际……

如此等等，无法一一列举。在经济学的讨论中，涉及名义与实际区分的，大部分是有关经济集合的问题。

就上所述，从个体角度也好，从集合角度也好，"名义"与"实际"总是结合存在；用辩证法的语言，"名义"与"实际"，那就是互为条件的矛盾统一体。只有"实际"而无"名义"，那是自然经济；没有"名义"，"实际"则不存在对立面，也无从构成经济范畴。而在商品货币关系中，无"实际"支撑的"名义"不能单独存在；无"名义"的"实际"则根本进入不了经济周转。

名义与实际的多重用法

只要有货币存在，那就有价格。纵然价格长期不变，任一事物也必然是名义方面和实际方面的统一。只不过，就单一事物来说，如果价格不变，名义与实际的区分意义不大。比如，一套住宅，具有一个100 000元钱的长期不变的价格，对一个人说：我的财富中有一套住宅，还是说有值100 000元的不动产，是没有分别的。不过，就是在这种价格不变的情况下，对任一经济集合的度量，不依靠其名义方面也难以进行。比如要说明居民所拥有的住房数量，当然可用平方米的数量表示。但不同住宅有不同的价格，差别极大；这就需要加进价格——用名义度量代替实物度量。对于更大经济集合的度量，如 GDP、GNP 的度量，可以把握的也只能是以货币表示的名义量；如用实物量，罗列的品种越多，越难以给出形象的概念。如果讲到总量的比例关系，实物比例，如能源消耗系数等，大多属于实物产出领域；至于消费与储蓄的消长、积累率、投资率、经济增长率的变化等等，其表现形态只能是名义量的比。

价格长期不变，就是在金属货币流通的条件之下，也只能是一种设定。在19世纪，经济学家所讨论的问题中，关于金属货币条件下的价格波动占有相当地位。当货币金属实际退出流通之后，名义与实际问题则直接与通货膨胀，也包括通货紧缩，联系在一起。

在通货膨胀与通货紧缩的条件下，名义与实际的关系有这样一些类型：

1. 商品与服务的名义与实际关系：

在这一领域，由于通货膨胀，价格上涨，名义量增大；由于通货紧缩，价格下跌，名义量减小。除去膨胀或紧缩的大形势，造成价格波动的还有投机、价格战以及不可预料的意外事件等等。但无论名义量的变化如何大，实际的量不变。比如一张桌子，售价可能翻上几番、几十番，也可能跌破成本，但一张桌子依然是一张桌子。

与这类产出相关的经济集合，也属于同样的性质：名义量不论如何变，都不改变实际的量。

2. 利率、工资率与汇率等的名义与实际问题：

如果说上述种种产出，其名义方面是“货币”形态——按马克思的表述是“观念”的货币形态，而其实际方面都是有用性或者说是使用价值的载体，那么利率、工资率与汇率等这些率的名义形态和实际形态却都是货币形态。不过，三者也各有特点：

先说利率。名义利率是清清楚楚的量，是百分之几就是百分之几。实际利率说来也简单。那就是：

$$\text{名义利率} - \text{通货膨胀率} = \text{实际利率} \qquad (25\cdot1)$$

名义利率虽然清楚无误，但通货膨胀率却是一个比较的量：考察期的通货膨胀率只能是与基期的价格水平相比较之后才能存在。考察期可能是今后，也可能是过去；基期，可能是考察期的前一年、前一月，在恶性通货膨胀下甚而可能是前一天；特殊需要则可能回顾历史上的某一时段。因而，基期的选择不同，就会有不同的通货膨胀率；于是算出的实际利率也不一样。这就是说，实际利率的“实际”，与一张桌子就是一张桌子的“实际”截然不同。

不过要考察当年的实际利率，通常的第一步是计算考察年度的平均名义利率；第二步是计算考察年度对上一年的通货膨胀率；两项比较，即有实际利率。但这样一个简单的计算也会有复杂的结果。在通货膨胀条件下，实际利率总是低于名义利率；如果通货膨胀率过高，实际利率完全可以是负值；在通货紧缩条件下，通货膨胀率为负值，所以实际利率总是大于名义利率；由于名义利率再低也低不过“0”（世界上所谓的“零利率”也并非绝对等于零，而只是表示利率极

低，逼近于零），所以这时反而没有负的实际利率。而且就一个经济体来说，如果通货膨胀与通货紧缩的交替变换较快，完全有可能出现这样的矛盾：在经济过热，需要以高利率加以抑制时，实际利率却偏低；而在经济下滑、需要以低利率刺激时，实际利率却偏高。这样矛盾的出现，往往易于归咎于人为操作不当；但经济本身的复杂性也使得国家干预并不总能实现应有的调控目标。

关于工资率，在半个世纪前，主要讲通货膨胀使实际工资下降。即物价上涨而名义工资不变或提升得慢。在工人谈判地位加强的情况下，雇主和雇工的谈判所环绕的中心已是按怎样的百分比调高名义工资与何时调高名义工资才能保持实际工资率不变。与利率相同的是，实际工资也以货币额表示——也是一个名义量；但与利率不同的是，实际工资率保持不变，是各个经济利益集团协调的核心；有时有些许下降是可能的，但大幅度下降没有可能，更不要说变成负值了。至于通货紧缩的条件下，极难调低名义工资。这对于经济复苏也是需要大力克服的一个难点。

汇率的问题更为复杂。作为理论分析，其他条件不变，本国的通货膨胀，会相应使本币对外币贬值；外国有通货膨胀，其他条件不变，本币会相应升值。两国都有通货膨胀，通货膨胀率抵冲后，膨胀率高的一方、本币会相应贬值；反之，则相应升值。但其他条件不变的可能性极小；把极小的可能性视为剖析问题的前提并进行简单推导，则往往令人陷人困惑之中。以 1994—1997 年中国的汇率为例。在这 4 年间，中国的通货膨胀率（用居民消费价格指数）累积为161.79%，美国同期的同类指数为111.02%。仅就通货膨胀率比较，人民币对美元应贬值。可是实际却是人民币对美元升值。并且直到 1997 年第四季度之前，国外一直抱怨的是：中国要刺激出口，人民币的升值受到了人为的抑制。为什么出现这样有悖“原理”的情况，那是需要作专门的剖析。但至少应该指出，困惑于有悖原理，恰恰是忽略了“其他条件不变”这一约束条件。

实际资产与货币资产

上面讲的名义与实际，都是讲一个个体或一个集合的两方面——名义面和实际面。但如果考察一个人的资产，有实物资产和金融资产；考察一个公司的资产，有实物资产和金融资产；考察一个经济体，也有实物资产和金融资产。在本节的讨论中，暂时抽象掉有价证券和衍生工具，所以金融资产可简化为货币资产。这就是说，资产也好，财富也好，都由实物形态和货币形态构成。实物，如果在理解上不局限于有形的“物”，那么采用上面说的“实际”概念，可能更确切，即资产或财富之中有实际资产、实际财富。当然，实际资产、实际财富都会

有一个相应的货币金额，即有其“名义”的一面。但与实际资产、实际财富并存的货币资产、货币财富却不能名之为“名义”的资产或财富。因为这里说的并不是用做度量的观念货币，而是用做支付准备和价值储存的货币，是实实在在的货币，是货币实际存在的形态。就这个意义来说，货币资产、货币财富好像也可以称之为“实际”资产、“实际”财富。但是，不能冠之以这样的叫法。这是因为：

——采取这样的叫法，就易于把事实上存在区别的实际资产与货币资产混淆起来。

——更为重要的是，就微观经济行为主体来说，实际资产与货币资产这两者都是实实在在的资产，这两者的和构成总资产；而从宏观角度考察则是另一种情况。一个经济体——一个封闭经济体模型，它的资产，它的财富，只是由实际资产构成，至于货币资产无论其数额如何大，那只是实际经济运行的润滑剂；它可以促进实际经济加速发展，但无论如何，却不能构成实际资产与实际财富的本身。当存在金属货币时，用于货币的金属是实际财富。但今天的货币，是用纸印制的，是账簿上记载的，是以电磁信号为载体的。如果说，它们的形成成本也构成财富，那么这种财富的量是微小到在一般的经济理论分析中可以略而不计的。颇能说明问题的一个最简单的事例就是，世界上没有一个国家是把货币供给量计入 GDP 的。

但不论如何，就整体来说不能算做社会资产、社会财富的货币资产、货币财富，确确实实是客观存在。所以，实际资产与货币资产这一对范畴也必然构成一个分析框架。需要注意的是，这个框架与上面讲的由名义与实际构成的框架不同：名义与实际讲的是“一个”个体本身或“一个”集合本身的两个侧面——名义面和实际面；而由实际资产与货币资产构成的框架，则是存在于任一经济体——不论是微观经济行为主体还是宏观经济整体——之内的两个有紧密联系却又能清清楚楚加以区分的并存部分。

如果着眼于经济过程，即实际资产和货币资产在相互作用中的形成、运行过程，则把这两个有紧密联系却又能清楚加以区分的部分归结为“货币经济”与“实际经济”。

“货币经济”这个概括，也常常用来指全部社会生活已经基本离不了货币的那种经济；或者说，是市场经济概念的另一说法。

两个密切联系的框架就是本教材展开的基本框架

任何实际经济，不论是其构成的个体还是其构成的集合，均存在以对方存在

为自己存在条件的两个方面——名义与实际；而在实际经济的旁边，又必然存在与自己的存在互为条件的货币经济。这本教材，自始至终，就是在这两个密切联系的框架之中展开的。

名义与实际，是许多经济和管理学科关注的要点；本教材则主要是说明这两个对立面形成的基本道理，并随时提醒，不论是对经济理论模型的讨论，还是对经济分析方法的剖析，都不能忽视这两者之间的差别。不过，就核心内容来说，本教材讨论的是货币经济；而讨论货币经济的全过程，一直注意把握的要点是：这一部分怎样取决于又积极作用于实际经济。

本章的，也可以说是本书的最后一节，将从货币中性命题入手，对于货币经济与实际经济两者关系的理论观点发展作概括性的讨论。这对于理解本教材的基本思路会有帮助。

第二节　虚拟资本

近来被“重用”的一个本来较少使用的概念

“虚拟资本（fictitious capital）”一词，见于经济学，至少已近200年。不过，在经济理论的研讨中，这个概念使用的范围不大、频率较小，应该说较为生僻。而且，在19世纪使用这一概念的不同经济学者之间，赋予它的内涵，也不统一。有的是从银行信用过分扩张导致过分投资的角度使用这个概念，即过分的投资是“虚假”的资本。马克思则是从不同的角度使用这个概念，下面即将介绍。不论存在怎样的不同用法，但由于不怎么使用，近百年来，也没有看到经济学界对这个概念如何加以分辨、统一的努力。

目前我们对虚拟资本的用法是源于马克思的用法。

马克思对虚拟资本的论述

马克思在他的著述中，对于虚拟资本中的“虚拟 fictitious”这个形容词，是就其本来的意思——虚的、虚构的、非实的——使用的；其对应词就是real——实的、现实的、实体的、实际的……在讨论中，他总是把虚拟资本与现实资本（real capital，实际资本、实体资本）联结在一起进行剖析。[①]

① 本教材的前面，对 real capital 多采用“实际资本”的译法。这一节则均用“现实资本”的译文。这是为了与《资本论》的译文统一。

关于虚拟资本，马克思有这样的概括："人们把虚拟资本的形成叫作资本化。"[①] 换一个说法，那就是，由资本化而存在的资本是虚拟资本。有时他还把这种虚拟资本叫做"幻想资本"，或"幻想的虚拟资本"。

在第四章第一节讲过收益的资本化：任何有收益的事物，即使它并不是一笔贷放出去的货币，甚至也不是真正有一笔实实在在的资本存在，都可以通过收益与利率的对比而倒过来算出它相当于多大的资本金额。这习惯地称之为"资本化"。对于资本化，在《资本论》第三卷第五篇有反复的举例说明。概括起来说：(1) 一个事物并不是现实资本，但有收益；(2) 以该收益与市场利率比较，可以计算出一个金额——能够带来相当于该收益的本金金额；(3) 于是这个本来并不是现实资本的事物，变成了具有资本资格的客观存在。显然，在马克思那里，把只是由于资本化才存在的资本称之为"虚拟资本"，顺理成章，毫无神秘之处。

这里必须强调指出的是，马克思所说的现实资本，包含一条必不可缺的内容，即必须是"价值"的实际存在，或者说，必须是凝结有价值的对象。而价值，在讨论虚拟资本问题时也不例外，马克思总是严格按照劳动价值说来使用这个概念的。

按照这样的思路，被马克思归入虚拟资本的有：商业票据、国家债券、股票。在《资本论》第三卷第五篇第二十九章，他这样概括："……银行家资本的最大部分纯粹是虚拟的，是由债权（汇票），国家证券（它代表过去的资本）和股票（对未来收益的支取凭证）构成的。"[②]

在上述引文中，马克思所说的虚拟资本，与我们今天所说的虚拟资本，在口径上有出入。今天我们说的虚拟资本是指股票、债券这类有价证券以及衍生金融工具。股票、债券，这是包括在马克思的口径之中的；衍生金融工具，马克思生活的年代还没有，不可能提到。然而，引文中有"汇票"。马克思所说的"汇票"，是指银行通过票据贴现业务所持有的商业票据；在那个时代，英国银行的主要资产业务是票据贴现。作为商业票据主要形式的汇票，却与我们今天说的虚拟资本不沾边。

虚拟资本与银行信用

马克思笔下的虚拟资本概念，并不是专门为了讨论股票、债券问题时论证的。《资本论》第三卷第五篇，从第二十五章到第三十五章，他集中地讨论了银

① 《马克思恩格斯全集》第25卷，528页，北京，人民出版社，1974。
② 同上书，532页。

行信用，讨论了银行信用与经济危机这个当时最为热点的问题。虚拟资本的分析是论证这个热点问题中的一个环节。

第二十五章的标题是《信用与虚拟资本》。这是《资本论》中惟一以虚拟资本标题的一章。但这一章讨论的内容却是：商业信用与银行信用；这两种信用形式的信用工具；以及两种信用形式在紧密联系之中实现信用扩张的机制。直到第二十九章，才有涉及虚拟资本的论述。

在19世纪上半叶，典型的周期性经济危机开始出现并连续打击资本主义经济。危机的爆发大多表现为银行挤兑和支付危机，随后则是工商业破产倒闭、生产萎缩。所以，在马克思那个时代，经济学家的一个重要研究课题就是银行信用扩张与经济危机的关系。在这个问题上，马克思花费了极大的精力。遗憾的是，涉及这方面的写作，只有部分接近定稿，大部则是草稿、札记。但思路脉络则清晰可循。概括来说：

其一，马克思充分地估价了信用扩张把经济推向虚假繁荣和危机边缘的作用，但却从不认为经济危机的根源是信用，是银行信用。对于经济危机的根源，马克思论证的是资本主义生产方式的内在矛盾；而就经济过程来说，则更重视再生产的实际方面。他有一段极其精彩的论述："如果说信用制度表现为生产过剩和商业过度投机的主要杠杆，那只是因为按性质来说可以伸缩的再生产过程，在这里被强化到了极限……这不过表明：建立在资本主义生产的对立性质基础上的资本增殖，只容许现实的自由的发展达到一定的限度，因而，它事实上为生产造成了一种内在的但不断被信用制度打破的束缚和限制。"①

其二，马克思就英国的实际，全面地剖析了即将在所有工业化强国成为主导货币制度的金本位，并指出这一货币制度所不能摆脱的矛盾，及其在危机中的集中表现。

英国当时的金本位货币制度是由三个层次构成：

（1）金币流通。在那时，就整个社会来说，摆脱黄金的货币是不可思议的；或者说，只承认黄金才是真正的货币。这是任何经济学派和经济理论所面对的现实经济背景。

（2）信用货币流通。这首先是指代替金币的银行券，它以大于金币许多倍的规模在经济中流通；然后是代替金币和银行券流通的商业票据，在马克思的笔下多采用"汇票"这个字眼。

（3）既可不动用金币，也可不动用信用货币，而只凭银行信用的对冲、划转

① 《马克思恩格斯全集》第25卷，498-499页，北京，人民出版社，1974。

就能实现清账的操作。这实际是存款货币的层次。但在当时，还没有存款货币的概念；对于这样的操作，马克思则视之为对货币的极大节约，甚至有时视之为是对货币的"排挤"、"篡夺"。通过这样的操作而结清的支付义务，在那个时代，其数额较之银行券和商业票据等也已经大出许许多多倍。

在经济周期的繁荣阶段，这三种形式顺畅运作，使得维系整个经济的债权债务链条显得非常牢靠。而一旦虚假的繁荣在某一环上出现异常、梗阻，往往首先表现为商业票据到期不能支付，银行的信用受到质疑。于是，人们先是拒绝接受银行转账的支付方式，拒绝接受商业票据，要求用银行券履约；支付危机的进一步恶化，更会用银行券兑换黄金。这时，人们才发现，中央银行数量有限的黄金储备远不足以保证货币制度在任何情况之下均能正常运转。

马克思有这样的概括："……金和银……是财富的社会性质的独立体现和表现。因此，财富的这个社会存在，就表现为彼岸的东西，表现为社会财富的现实要素之旁和之外的东西，物品、商品。只要生产在进行，这一点就会被人忘记。同样作为财富的社会形式的信用，排挤货币，并篡夺它的位置。正是由于对生产社会性质的信任，产品的货币形式才表现为某种转瞬即逝的、观念的东西，表现为单纯想象的东西。但是一当信用发生动摇，——而这个阶段总是必然地在现代产业周期中出现，——一切现实的财富都会要求现实地、突然地转化为货币，转化为金和银。这是一种荒谬的要求，但是它必然会由这个制度本身产生出来。应当能够满足这种巨大要求的全部金银，不过是银行（马克思指的是英格兰银行——引者注）地库里的几百万镑。"[①]

其三，危机往往集中表现在货币制度上，而在金币流通、银行券流通和银行信用冲账转账这三个层次之间，银行信用的规模最大，但也最为脆弱。为什么它是最为脆弱的环节？

马克思一再论述，银行信用极易扩张。本教材的前面反复讲了存款派生的机制。在马克思的时代，人们已经看到这样的机制，但还没有从存款货币创造的角度来理解（完成这样的认识是在半个世纪之后）。当时是单纯作为银行信用扩张的机制来理解的："银行可以不发行纸币，而为A开立一个信用账户，从而使银行的债务人A变成它的想象的存款人。"[②]

但更为重要的是论证银行资本的"虚拟"性质。马克思在这里讲的银行资本，是指在业务经营过程中银行所掌握的资产：贴现业务中买入的汇票；作为贷

① 《马克思恩格斯全集》第25卷，649页，北京，人民出版社，1947。
② 同上书，518页。

款抵押品或来自其他途径的股票和国债。本节开始的第一条引文就是马克思关于这方面的论断。

银行信用以极快的速度扩张，有力地推动着虚假的繁荣；相应地银行所掌握的资产——马克思是以银行资本的概念概括——的规模也迅速增大。但问题是，在危机到来的经济紧迫时期，银行并不能依靠这些资产渡过难关。为什么？因为它们是虚拟资本！

重复一句，虚拟资本，是在剖析银行信用与经济危机这个大论题中，作为论证的一个环节而被提了出来。

关于股票债券是虚拟资本的论证

在马克思的著书中，关于股票和国债券的论述是多视角的。但是把股票、债券与虚拟资本联系起来的论述则主要是出现在上述的总论题之下。

对于股票这种股份公司的所有权证，其所以是虚拟资本，马克思是这样论证的：由股票发行所汇集的资本，投入再生产过程，这是资本的现实存在形态，是现实资本。而股票，作为对利润的索取权证，则独立地资本化为一个资本额，即股票的市场价格。股票的市场价格所代表的资本额与现实资本不同：它有可能成倍地高于现实资本的值，也可能在经济风暴中跌到现实资本值的一部分。资本不能有双重存在，如果说进入再生产的资本是现实资本，那么资本化的资本就是虚拟的。

我们上面已经讲过，信用制度怎样创造了一种联合的资本（马克思是讲他在《资本论》三卷五篇二十七章所讲的股份公司）。这种证券就是代表这种资本的所有权证书。铁路、采矿、轮船等公司的股票是代表现实资本，也就是代表在这些企业中投入的并执行职能的资本，或者说，代表股东预付的，以便在这些企业中作为资本来用的货币额。……但是这个资本不能有双重存在：一次是作为所有权证书即股票的资本价值，另一次是作为在这些企业中实际已经投入或将要投入的资本。它只存在于后一种形式，股票只是对这个资本所实现的剩余价值的相应部分的所有权证书……一张单纯的对股份资本预期可得的剩余价值的所有权证书。

"这些所有权证书……的价值的独立运动，加深了这种假象，好像除了它们可能有权索取的资本或权益之外，它们还构成现实资本。这就是说，它们已经成为商品，而这些商品的价格有独特的运动和决定方法……它的价值始终只是资本化的收益，也就是一个幻想资本按现有利息率计算可得的收益。"[①]

① 《马克思恩格斯全集》第25卷，529～530页，北京，人民出版社，1974。

关于国家债券，马克思认为它更是双重虚拟的。其一，它只是一个资本化的存在；其二，如果说股票还对应着投入再生产的现实资本，那么在国债中，“资本本身已经由国家花掉了，耗费了”[1]。

虚拟经济

当今虚拟资本的活动已经扩展为一个极为巨大的领域。这包括股票、公私债券等形形色色的有价证券的交易，衍生金融工具的交易。如果说得简单一点，大体是资本市场所覆盖的范围。

对于这一巨大领域，遂有“虚拟经济”的概括，就像货币覆盖整个经济遂有货币经济的概括一样。用二分法思考，在一个经济体中，与实际经济相对的应是“非实际经济”。如果说，“货币经济”可以用来概括非实际经济领域，那么，虚拟经济则是货币经济中取得独立而迅速发展的一个特定部分。除了货币经济和虚拟经济的提法，“金融经济”的概念也在所多见。从本教材所采用的“金融”概念出发，“金融经济”是可以与“货币经济”互换的概念；从而“虚拟经济”则可视为“金融经济”的重要构成部分。

货币经济、虚拟经济、金融经济，还有第二章提到的信用经济之类的提法，如何对它们加以诠释，属于规范范畴的内涵与外延的问题。这类范畴，在经济学中，还不属于严格规范的范畴。对于它们的内涵和外延，论者见仁见智，出入颇大。观察一个大的经济领域，由于视角不同，用不同的提法有时更便于表达对客观事物的理论概括；在对有关领域内的种种问题进行探讨时，往往也不以理清这些范畴的内涵和外延为必要的前提条件。强求统一，穿凿附会，并非理论建设之所必需。

虚拟经济有一些非常突出的特点。列出几条，供举一反三。

——具有极其巨大的规模。与实际经济比较，在一些国家，要大出许多倍。特别是近二三十年，规模的增长更为迅速。

——具有极大的独立性。就原生金融工具来说，与实际经济的联系还有较为清晰的脉络可循，但就原生工具价格波动的轨迹来看，已颇难从实际经济找出直接的解释；至于衍生金融工具，其解释好像只能从虚拟经济自身寻找。

——它的运动轨迹，不论是由价格的涨落描述，还是由交易额的增减描述，都具有实际经济所难以具有的极大波动幅度和振荡频率。

——活跃、兴旺的虚拟经济会有力地推动实际经济的发展，它的突然崩塌也

---

[1] 《马克思恩格斯全集》第25卷，527页，北京，人民出版社，1974。

会给实际经济以巨大打击。但受到虚拟经济大力推动的实际经济，其增长速度有其自身的限制，增长幅度大大低于虚拟经济的膨胀；受到虚拟经济急速萎缩打击的实际经济，极其严重时也可能陷入负增长，但保证社会生存的实际经济，其自身必然会维持必要的水平。

——虚拟经济与泡沫、泡沫经济（bubble economy）有紧密联系。泡沫、泡沫经济也是比较含混的概念。经济泡沫，大多认为肇端于中世纪的郁金香疯狂，这是一种商品价格的泡沫；后来几件股份公司欺诈所造成的股市狂涨狂跌，也多被视为泡沫的事例。但在当今，讲泡沫、讲泡沫经济，主要涉及房地产领域和资本市场领域的泡沫。资本市场的泡沫，已非源于单纯的欺诈，而是内在虚拟资本运行机制本身。

对于虚拟资本的特征描述，自然不限于这几条。而且更重要的是，不论是这里列出的还是没有列出的，都需要论证。本教材有关资本市场的论述均可用来对虚拟经济进行注释；自然，对于破解全部虚拟经济问题只能说是入门的引导。

fictitious 和 virtual

在我国，讲“虚拟经济（fictitious economy）”，会碰到另一个“虚拟经济（virtual economy）”。就中文的字面来看，两个“虚拟经济”完全一样。“fictitious economy”的虚拟经济，有如上述；而“virtual economy”的虚拟经济，则是指网络经济中的各种微观经营主体，如网络商店、网络书店、网络银行和各种网站，等等。显然，它们实际是两回事。

在网络上经营的公司，也称虚拟公司，其实丝毫不是虚拟的、虚假的；它们与传统的公司一样，是现实的、实在的。只不过营销的主要过程不是传统方式，而是利用网络。其中一些有名的大公司，如雅虎网站、亚马逊书商，中国的搜狐网和新浪网等等，都是上市公司。它们的股票是虚拟资本，进行营运的公司本身则是现实资本运作的实体。所以，从经济运行的角度分析，“virtual economy”的虚拟经济是地地道道的现实经济——与“fictitious economy”的虚拟经济相对的现实经济。

这又是由译文引起的混淆。但很难完全避免。虚拟（fictitious）资本的译文来自经济学界，至少已有近百年的历史；虚拟（virtual）公司之类的译文，至多不过二三十年，应是来自理学界——很可能并不知道经济学里还有一个虚拟（fictitious）资本的译文。面对这样的尴尬，重要的是研究者不要就译文望文生义。

第三节 货币中性抑非中性

经济学中一个古老的论题

货币中性（neutrality of money）抑非中性，是经济学中一个“古老”的论题，也是具有基本意义并最具概括性的论题。

货币是中性的还是非中性的，不易明确界定。焦点在于，在货币已被广泛利用的社会经济生活中，货币因素能否改变实际资源的配置。概括地说，如果货币因素不能改变实际资源配置，货币是中性的；如果能改变实际资源配置，则货币就是非中性的。

要回答货币因素是不是改变了实际资源的配置，应该依据社会经济的现实状况进行判断。但实际资源的配置问题，极为复杂。在现实生活中，影响实际资源配置的因素很多。这就必须对诸多因素的作用及其间的关系从理论上进行分析，以便判断，需要关注哪些因素并暂且忽略其他因素。那就是，以这样的分析为基础，相应地构建理论模型，并从中探讨货币是中性还是非中性。

早期的货币中性说

早期对货币中性的表述大致如下：货币数量的变动会影响商品价格并使价格总水平变动，但不会改变相对价格（relative price）——从各种商品服务价格对比角度看的价格。

在货币广泛利用的市场经济中，市场价格机制支配着实际资源的配置。生产者在生产要素之间的选择使用，消费者在消费物品之间的选择使用，无不依据各种有关生产品和消费品的价格。但只要相对价格不变，各个市场行为主体进行选择使用的格局就不会改变。从而，整个经济中实际资源配置也不会因货币数量变动而变动。曾有人举过这样的例子：某个国家的政府下令以新币换旧币，兑换比率是10:1，则所有的价格（包括工资在内），都去掉一个零，资源配置不受影响。

这样的货币中性概念，可称为货币数量论的概念。以这样的思路解释货币的作用，有一个形象的概括，即“货币面纱（monetary veil）”。它反映西方古典经济学的货币思想以至于20世纪早期经济学家费雪在其交易方程式中的想法。

质疑数量论的货币中性概念

对上述的数量论的货币中性概念，提出过不少疑问。大致上可归为两类。

其一，在货币数量变动时，相对价格能否保持不变？

相对价格是各个具体商品价格之间的比率，而各个具体的价格是分别由各该种商品的供求决定的。当货币数量增加而推动价格上升时，卖者会调高自己商品的价格。但调价有成本。由于各自掌握信息有多有少而对涨价的预期有差异；由于各自在市场所占有的份额有大小而对调价的反应有强弱。当货币数量发生变动而影响价格时，买者会调整各自的需求。但由于各自的收入受工资等生产要素价格的影响有所不同，因而需求调整在总量水平上会有差异；又因各种商品需求的价格弹性高低不同，因而分别不同商品在数量上也有区分。在货币数量影响价格的过程中，买卖双方的这些可能的行为特点足以说明相对价格不能保持不变。

其二，货币数量增加，通常采取增加发行或扩大贷款的方式。增量货币通过政府部门、通过银行企业，直接或间接地注入某些市场，而不像新币兑换旧币那样，平均地、成比例地进入一切市场。这样，货币数量增加就会改变相对价格，影响实际资源配置。

上述两类问题，是从比较接近现实的层次上提出的。在这类层次上还可以提出更多的问题。这样的论证，在理论上不支持货币中性而支持货币非中性。

一般均衡论的货币中性概念

但是，在高度抽象的层次上还是可以找出论据，支持货币中性。那就是：货币因素无力影响实际资源的“均衡”配置。

在这个概念中强调均衡，也就是强调，货币理论有一个理论前提，即市场机制使实际资源配置已经达到瓦尔拉斯均衡（Walras equilibrium）状态。在这状态下，一切市场都是完全竞争的；一切资源都是完全流动的；一切行为主体都掌握充分的信息，他们的预期都是完全理性的；价格、工资等名义量的变动都不存在任何的刚性；也不存在“货币幻觉”，等等。在这样的状态下，货币因素不可能影响实际资源的均衡配置。

当然，实际经济的某些因素因经济之外的原因而发生变化时，也会影响原来的均衡状态。比如，生产和供给方面的技术变革，资源的发现或枯竭，需求方面行为主体偏好的变更等，都会改变原来的实际资源配置。但在一般均衡理论（theory of general equilibrium）下，原来的实际资源配置改变了，又会达到另一个实际资源配置的均衡状态。如果把实际经济因素的变化称为实际经济冲击，那么货币因素的变化就是“货币冲击”。货币冲击既然不能影响原来的均衡配置，在重新建立新的均衡中也同样起不了什么作用。

这样的货币中性概念，把货币因素与实际资源配置分隔开，是“古典二分

法”的极度引申。

从货币职能讨论一般均衡论的货币中性概念

以一般均衡理论为依据的货币中性概念，把货币的职能仅仅看做是便利交易的媒介、仅仅是一种滑润剂、仅仅在交易的瞬间起了作用。至于两次交易之间货币处于什么状态，有什么职能，都没有予以考察和估量。第一章已经指出，货币也是价值贮存的工具。无论生产者还是消费者，都会保持一定数量的货币余额，供随后或将来生产或消费之用。从 20 世纪初期的剑桥方程式起，直到近来的种种货币理论，都是承认这一点的。

生产者或消费者持有的货币余额是名义量。当货币数量变动而引起价格变动时，即使相对价格不变，也会因价格水平升降而使货币余额的实际数量变动；而且各个行为主体所面临的实际货币量变动并非一致。即使原本已处于均衡状态，货币冲击也会破坏均衡，并有待重建均衡。

在现代金融制度下，市场行为主体不仅保持货币余额，而且还拥有金融资产和金融负债，而这些资产和负债都是以货币单位计值的。当货币数量变动引起价格总水平变动时，币值相应变动。纵然从市场经济整体来看债权和债务相抵，但就各个行为主体而言，却有得有失。这无疑会影响各自的行为，并影响实际资源的配置。

这样的论证，只是说明“货币冲击”与实际经济的冲击一样都会影响原来的均衡。不过，只要一般均衡的理论前提成立，货币中性依然成立。把这两方面结合起来，那就是：货币短期非中性，但长期仍然是中性的。

货币短期非中性与长期中性

在货币短期非中性的概念中，融入了较为接近现实的内容。这样的概念肯定：货币数量变动，不仅影响价格，也会影响产出；货币数量变动，不仅影响名义利率，也会影响实际利率，而利率变动会影响实际资源的配置。在一般均衡状态下，货币因素的影响即使是短期的，但也是实在的。

凯恩斯的货币思想，基本符合货币短期非中性观。凯恩斯经济学认为，在失业存在的情况下，价格并不随货币数量增加而同比例上升。因而实际货币量会增大，导致利率下降，从而使投资增加，国民产出增长。这种作用是短期还是长期的？货币是否长期非中性？凯恩斯经济学没有回答，但凯恩斯本人曾说过：“在长期中，我们都已不复存在。”

把货币短期非中性和长期中性这个复合命题表达比较明确的，倒是货币主义

者弗里德曼。他在1970年说过："在短期内，如5～10年间，货币变动会主要影响产出；另一方面，在几十年间，货币增长率则主要影响价格。"

货币短期非中性和长期中性这样一个复合命题，也可表示为失业率与工资物价上涨率这二者之间的置换关系。货币增加，短期内可使失业率降低，但工资物价也同时有所上涨；长期内即使工资物价上涨，失业率也不会明显降低。在图形上，以工资物价上涨率为纵轴，以失业率为横轴，上述二者间的置换关系可以表示为一族向下倾斜的曲线——菲利普斯曲线。短期菲利普斯曲线的倾斜度较大，长期菲利普斯曲线则接近垂直。货币的短期非中性和长期中性的差异，表示为短长期菲利普斯曲线倾斜度的变化。

货币政策应该是中性的还是非中性的

货币中性或非中性的探讨，必然引导到一个比较现实的问题：货币政策应该是中性的还是非中性的。

对应于货币短期非中性，货币政策应是非中性的。货币政策是对诸多货币因素的安排，目的是改进实际资源的配置。非中性货币政策依据于这样的判断：货币因素在影响价格的同时，能够影响产出和收入。非中性的货币政策是以相机抉择方式来实现。这就是选择适当的政策目标和工具，并随着环境条件的变化而调整其优先次序和轻重缓急。

对应于货币中性，应当有中性的货币政策。但中性的货币政策究竟如何理解，颇难讲清——既然货币因素只影响名义量而不能改变实际经济活动，为什么要实行货币政策呢？

中性的货币政策的含义，或可表述如下：货币政策的目标是实际资源的均衡配置；政策工具应以保持和改进这种均衡为目的。这样的中性货币政策与上述非中性货币政策并不对立。对应于货币短期非中性和长期中性，短期内货币政策应以消除资源配置的非均衡，如过高的物价上涨率，过高的失业率等为目标；而长期内应以保持资源均衡配置，如物价稳定，就业充分等为目标。

资源配置均衡是动态的。以保持动态均衡为目标，货币政策的中性就应包含有更多的内容。有人把旨在于保持动态均衡的目标称之为货币政策的"超中性(super-neutrality)"。"超中性"的货币政策要求：货币数量增长；货币量增长率应与实际经济变量相适应。比如，人口的增长，科技进步带来的资本与劳动力匹配率的变动，经济增长导致的人们消费与储蓄格局的变化等等，都会使实际的货币需求发生变化。这就要求货币名义量的变动应该与之相适应，方能求得资源配置的动态均衡。

货币的中性或非中性，乍看起来是完全对立的。但在现实经济生活中，这样的对立并不那么尖锐。在具体决策时，似应兼顾货币中性和非中性两个方面，方能提高政策措施的有效性、实现货币政策的目标。

[复习思考题]

1. 研究经济的货币方面、金融方面，必须时时紧密联系经济的实际方面；或者说，对于经济的货币方面、金融方面，是作为经济整体中与实际方面不可分割的部分进行研究的。学习这门课程后，你对这样的思路有怎样的领会？

2. 两分法的分析框架在理论研究中被广泛地运用，但要具体运用却不太容易。比如，什么是“名义”，什么是“实际”，你能时时事事都可分清吗？再如，什么是“货币方面”，什么是“金融方面”，你能清清楚楚地予以界定吗？不妨试试看。

3. 这是一个涉及“名义与实际”、“货币与实际”的问题：为什么微观主体的资产总和并非宏观经济体的总资产？

4. 我们今天所讲的虚拟资本是承接马克思所论证的理论概念。但我们今天所讲的虚拟资本，其范围只是马克思所讲的虚拟资本的一部分；而我们所承接的这一部分，较之马克思的时代则有极大的发展。你能把这些差别说清楚吗？

5. 今天所讲的虚拟资本有怎样的特征？可自己尝试归纳。

6. 考察近几十年来各国虚拟经济和实际经济之间发展的态势，谈谈自己对虚拟经济的未来发展有什么看法。

7. 区分货币是中性的还是非中性的，基本的根据是什么？

8. 结合费雪方程式，分析货币中性论的前提、结论及缺陷。

9. 货币的短期非中性和长期中性是怎么论证出来的？可试用 *IS-LM* 模型进行论证。

10. 中性货币政策与非中性货币政策是不是完全对立的？中央银行在具体决策时，能不能兼顾货币中性和非中性两个方面，以更好地实现货币政策的目标？

附录

名词术语中英对照

第一章

货币	money，currency
外汇	foreign exchange，exchange
铸币	coin
银行券	banknote
纸币	paper currency，paper money
存款货币	deposit money
价值尺度	measure of values
货币单位	money unit，currency unit
货币购买力	purchasing power of money
购买力平价	purchasing power parity，PPP
流通手段	means of circulation
购买手段	means of purchase
交易的媒介	media of exchange
支付手段	means of payment
货币需求	demand for money

货币流通速度 velocity of money
保存价值 store of value
汇率 exchange rate
一般等价物 universal equivalent
流动性 liquidity
通货 currency
准货币 quasi money
货币制度 monetary system
本位制 standard
金本位 gold standard
铸币铸造，造币 coinage
铸币税 seigniorage
本位币，主币 standard money
辅币 fractional money
货币的法定偿付能力，货币法偿能力 legal tender powers
复本位制 bimetallism，bimetallic standard
金汇兑本位 gold exchange standard
金平价 gold parity
金块本位制 gold bullion standard
布雷顿森林货币体系 Bretton Woods Monetary System
浮动汇率制 floating exchange rate regime
货币局制度 currency board arrangement
联系汇率制度 linked exchange rate system
美元化 dollarization
欧元 EURO
欧洲货币联盟 Europe Monetary Union，EMU
埃居 ECU
最优通货区理论 theory of optimum currency area
货币消亡 money disappearance

第二章

信用 credit
利息 interest

高利贷	usury
利率、利息率	interest rate
债权	claim
债务	debt, debt obligation, indebtedness
借入	borrowing
贷出	lending
盈余	surplus
赤字	deficit
跨时预算约束	intertemporal budget constraint
资金流量	flow of funds
部门	sector
借贷资本	loan capital
实体，实际	real
商业信用	commercial credit
银行信用	bank credit
商业票据	commercial paper, commercial bill
本票	promissory note
汇票	bill of exchange, draft
商业本票	commercial paper
商业汇票	commercial bill
承兑	acceptance
背书，背签	endorsement
直接融资	direct finance
间接融资	indirect finance
短期国库券	treasury bill
中期国库券	treasury note
长期国库券	treasury bond
国债	national debts
公债	public debt
资本输出	export of capital
国际资本流动	international capital flow
国外商业性借贷	foreign commercial loan
国外直接投资	foreign direct investment, FDI

热币，热钱	hot money

第三章

财政	public finance
财务，公司财务，公司理财	corporate finance
投资	investment
保险	insurance
财产保险	property insurance
人身保险	life and health insurance
相互人寿保险	mutual life insurance
信托	trust
租赁	leasing
股份公司	stock company, joint stock company
合伙企业	partnership
有限责任公司	limited liability company
股票	stock certificate, stocks, shares
股东	stock holder
所有权	ownership
经营权	right of management

第四章

收益，收益率	yield
利息率	interest rate
资本化	capitalization, capitalization of interest
本金	principal
回报率、报酬率	returns
基准利率	benchmark interest rate
无风险利率	risk-free interest rate
补偿	compensation
风险溢价，风险价值，风险收益，风险报酬，风险酬金，风险升水	risk premium
实际利率	real interest rate
名义利率	nominal interest rate

固定利率	fixed interest rate
浮动利率	floating rate
官定利率，官方利率	official interest rate
行业利率	trade-regulated rate
一般利率	general interest rate
优惠利率	preferential interest rate
贴息贷款	loan of interest subsidy
年利率	annual interest rate
月利率	monthly interest rate
日利率	daily interest rate
拆息	call money interest
单利	simple interest
复利	compound interest
现值	present value
终值	future value
竞价拍卖	open-outcry auction
贴现值	present discounted value
可贷资金论	loanable funds theory of interest
风险	risk
利率管制	interest rate control
利率管理体制	interest rate regulation system
存贷利差	interest rate margin, spread
利率期限结构	term structure of interest rates
即期利率	spot rate of interest
远期利率	forward rate of interest
到期收益率	yield to maturity
现金流	cash flow
预期理论	expectation theory
纯预期理论	pure expectation theory
流动性理论	liquidity theory
偏好理论	preferred habitat theory
市场隔断理论	market segmentation theory
储蓄的利率弹性	interest elasticity of saving

投资的利率弹性	interest elasticity of investment

第五章

外汇	foreign exchange, foreign currency
外汇管理	exchange regulation, exchange management
外汇管制	exchange control
可兑换	convertibility
不可兑换	inconvertibility
经常项目	current account
资本项目	capital account
汇率	exchange rate
牌价	posted price
直接标价法	direct quotation
间接标价法	indirect quotation
单一汇率	unitary exchange rate
买卖差价	bid-ask spread
做市商	market maker
到期日	due date
信用风险	credit risk
市场风险	market risk
名义收益率	nominal yield
现时收益率	current yield
平均收益率	average yield
内在价值	intrinsic value
直接融资	direct finance
间接融资	indirect finance
货币市场	money market
资本市场	capital market
现货市场	spot market
期货市场	futures market
机构投资人	institutional investor
资信度	credit standing
融通票据	financial paper

银行承兑票据	bank acceptance
贴现，折现	discount
贴现率，折现率	discount rate
大额存单	certificates of deposit, CDs
回购	counterpurchase
回购协议	repurchase agreement
隔夜	overnight
银行同业间拆借市场	inter-bank market
权益	equity
剩余索取权	residual claims
证券交易所	exchange, stock exchange
交割	delivery
过户	transfer ownership
场外交易市场	over the counter, OTC
金融债券	financial bond
抵押债券	mortgage bond
担保信托债券	collateral trust bonds
信用债券	trust bonds
次等信用债券	subordinated debenture
担保债券	guaranteed bonds
初级市场	primary market
二级市场	secondary market
公募	public offering, public placement
私募	private offering, private placement
合约	contract
远期	forwards
期货	futures
期权	options
看涨期权	call option
看跌期权	put option
期权费	option premium
互换	swaps
投资基金	investment funds

契约型基金	contractual type investment fund
单位型基金	unit funds
基金型基金	funding funds
公司型基金	corporate type investment fund
投资管理公司	investment management company
封闭式基金	close-end fund
开放式基金	open-end fund
共同基金	mutual fund
对冲基金	hedge fund
风险投资基金，创业投资基金	venture fund
权益投资	equity investment
收益基金	income funds
增长基金	growth funds
长期增长基金	long-term growth funds
高增长基金	go-go growth funds
货币市场基金	money market funds
养老基金	pension fund, pension plan
外汇市场	foreign exchange market, exchange market
风险资本	venture capital
权益资本	equity capital
私人权益资本市场	private equity market
有限合伙制	limited partnership
交易发起	deal origination
筛选投资机会	screening
评价	evaluation
交易设计	deal structure
投资后管理	post-investment activities
创业板市场	growth enterprise market, GEM
二板市场	secondary board market
金融创新	financial innovation
金融自由化	financial liberalization
全球化	globalization
欧洲货币市场	Eurocurrency market

离岸金融市场	off-shore financial center
国际游资	hot money

第七章

有价证券	security
面值，票面价值	face value
市值，市场价值	market value
股票价格指数	share price index, stock index
有效市场假说	effective market hypothesis
弱有效市场	weak efficient market
中度有效市场	semi-efficient market
强有效市场	strong efficient market
价值评估	evaluation
市盈率	price-earning ratio
市场风险	market risk
信用风险	credit risk
流动性风险	liquidity risk
操作风险	operational risk
法律风险	legal risk
政策风险	policy risk
道德风险，道德公害	moral hazard
主权风险	sovereign risk
市场或产品流动性风险	market/product liquidity risk
现金流风险	cash flow/funding risk
执行风险	execution risk
欺诈风险	fraud risk
遵守与监管风险	compliance and regulatory risk
资产组合理论	portfolio theory
系统风险	systemic risk
非系统风险	nonsystematic risk
效益边界	efficient frontier
资产定价模型	asset pricing model
资本资产定价模型	capital asset pricing model, CAPM

无风险资产	risk-free assets
市场组合	market portfolio
多要素模型	multifactor CAPM
套利定价理论	arbitrage pricing theory, APT
期权加价	option premium
内在价值	intrinsic value
时间价值	time value
执行价格	strike price, exercise price
看涨期权	call, call option
看跌期权	put, put option
对冲型的资产组合	hedge portfolios
套利	arbitrage
无套利均衡	no arbitrage equilibrium
均衡价格	equilibrium price
多头	long position
空头	short position
动态复制	dynamic replication
头寸	position
风险偏好	risk preference
风险中性	risk neutral
风险厌恶	risk averse
风险中性定价	risk-neutral pricing

第八章

金融中介，金融中介机构	financial intermediary, financial intermediation
金融机构	financial institution
借者	borrower
贷者	lender
货币中介	monetary intermediation
权益资本	equity capital
中央银行	central bank
货币当局	monetary authority

存款货币银行	deposit money bank
商业银行	commercial bank
投资银行	investment bank
商人银行	merchant bank
金融公司，财务公司	financial companies
储蓄银行	savings bank
抵押银行	mortgage bank
信用合作社	credit cooperative, credit union
保险业	insurance, insurance industry
跨国银行	multinational bank
代表处	representative office
经理处	agency
分行	branch
子银行	subsidiary
联营银行	affiliate
国际财团银行	consortium bank
中国人民银行	People's Bank of China
政策性银行	policy banks
国有商业银行	state-owned commercial banks
资产管理公司	assets management company, AMC
证券公司	securities company
券商	securities dealer
农村信用合作社	rural credit cooperatives
城市信用合作社	urban credit cooperatives
信托投资公司	trust and investment companies
信托	trust
金融租赁	financial leasing
邮政储蓄	postal savings
财产保险	property insurance
人身保险	life and health insurance
商业保险	commercial insurance
社会保险	social insurance
保险深度	insurance intensity

保险密度	insurance density
投资基金	investment funds
证券投资基金	security funds
封闭式基金	closed-end investment funds
开放式基金	open-end investment funds
私募基金	private placement
风险投资基金	venture funds
代表处	representative office
国际清算银行	Bank for International Settlements, BIS
国际货币基金组织	International Monetary Fund, IMF
世界银行	The World Bank
国际复兴开发银行	International Bank for Reconstruction and Development
国际开发协会	International Development Association, IDA
国际金融公司	International Finance Corporation, IFC
泛美开发银行	Inter-American Development Bank, IADB
亚洲开发银行	Asian Development Bank, ADB
非洲开发银行	African Development Bank, AFDB
阿拉伯货币基金组织	Arab Monetary Fund, AMF
特别提款权	special drawing right, SDR
国有化	nationalization

第九章

货币兑换商	money dealer
银钱业，银行业	banking
贴现率	discount rate
贷出	loaning
借入	borrowing
职能分工型商业银行	functional division commercial bank
全能型商业银行	multi-function commercial bank
综合型商业银行	comprehensive commercial bank
单元银行制度，单一银行（制度）	unit banking system

总分行制度，分支行制度	branch banking system
代理行制度	correspondent banking system
银行控股公司制度	share holding banking system
连锁银行制度	chains banking system
银行负债业务	liability business
存款	deposit
活期存款	demand deposit, sight deposit
支票存款	check deposit
透支	overdraft
定期存款	time deposit
再贴现	rediscount
银行同业拆借	inter-bank offered credit
金融债券	financial bond
贷款，放款	loan
抵押贷款	mortgage loan
信用贷款	credit loan
通知贷款	demand loan
真实票据论	real bill doctrine, real bill theory
商业贷款理论	commercial loan theory
证券投资	portfolio investment
中间业务	middleman business
表外业务	off-balance sheet business
无风险业务	risk-free businesss
汇兑，汇款	remittance
信用证	letter of credit
商品信用证	commercial letter of credit
代收业务	business of collection
代客买卖业务	business of commission
承兑	acceptance
金融创新	financial innovation
自动转账制度	automatic transfer services, ATS
可转让支付命令账户	negotiable order of withdrawal account, NOW

货币市场互助基金	money market mutual fund, MMMF
货币市场存款帐户	money market deposit account, MMDA
网络银行，网上银行	internet bank
虚拟银行	virtual bank
企业对个人	B to C
企业对企业	B to B
不良贷款	bad loan
存款保险制度	deposit insurance system
金融资本	financial capital
企业	enterprise, business
挤兑	bank runs, a run on a bank
资产管理	assets management
自偿性	self-liquidation
可转换性理论	convertibility theory
预期收入理论	anticipated income theory
负债管理	liability management
资产负债综合管理	comprehensive management of assets and liability
风险管理	risk management
在险价值	value at risk, VaR

第十章

中央银行	central bank
一元式中央银行制度	unit central bank system
二元式中央银行制度	dual central bank system
联邦储备委员会	Board of Governors of Federal Reserve System
联邦公开市场委员会	Federal Open Market Committee, FOMC
复合中央银行制度	compound central bank system
跨国中央银行制度	multinational central bank system
欧洲中央银行	European System of Central Bank, ESCB
香港金融管理局	HK Monetary Authority
发行的银行	bank of issue

银行的银行	bank of bank
最后贷款人	lender of last resort
再贴现	rediscount
再抵押	re-mortgage, re-collateralize
国家的银行	the state bank
支付清算系统	payment and clearing system
支付系统	payment system
全额实时结算	real time gross system
净额批量清算	bulk transfer net system
大额资金转账系统	whole sale funds transfer system
小额定时结算系统	fixed time retail system
票据交换所	clearing house

第十一章

功能主义金融观	perspective of financial function
金融体系格局	pattern of financial system
激励	incentive
公司治理	corporate governance
路径依赖	path dependency
市场主导型	market-oriented type
银行主导型	banking-oriented type
格拉斯-斯蒂格尔法	Glass-Steagall Act
参与成本	participative cost

第十二章

纯流通费用	pure circulation cost
原始存款	primary deposit
派生存款	derivative deposit
派生倍数，派生乘数	withdrawal multiplier
现金漏损	loss of cashes
提现率	withdrawal rate
创造乘数	creation multiplier
现金	currency, cash

基础货币	base money
高能货币，强力货币	high-power money
货币乘数	money multiplier
铸币税	seigniorage
铸币收入	seigniorage revenue

第十三章

对货币的需求，货币需求	demand for money
货币数量论	quantity theory of money
货币必要量	volume of money needed
货币流通速度	velocity of money
交易方程式	equation of exchange
剑桥方程式	equation of Cambridge
现金交易说	cash transaction approach
现金余额说	cash balance theory
货币需求动机	motive of the demand for money
交易动机	transaction motive
预防动机	precautionary motive
投机动机	speculative motive
流动性偏好	liquidity preference
流动性陷阱	liquidity trap
平方根法则	square-root rule
货币主义	monetarism
恒久性收入	permanent income
机会成本变量	opportunity cost variable
名义货币需求	nominal demand for money
实际货币需求	real demand for money
客户保证金	customer's security margin
金融资产选择	portfolio selection

第十四章

货币供给	money supply
通货	currency

准货币	quasi money
名义货币供给	nominal money supply
实际货币供给	real money supply
股民保证金	shareholder's security margin
货币存量	money stock
公开市场操作	open-market operation
贴现政策	discount policy
再贴现率	rediscount rate
法定准备率	legal reserve ratio
财富效应	wealth effect
预期报酬率变动效应	effect of expected yields change
现金持有量，通货持有量，货币持有量	curency holdings
超额准备金	excess reserves
外生变量	exogenous variable
内生变量	endogenous variable

第十五章

赤字	deficit
经常性收入	current revenue
税	tax
费	fee, charge
经常性支出	current expenditure
资本性收入	capital revenue
补助	grant
资本性支出	capital expenditure
账面赤字	book deficit
隐蔽赤字	hidden deficit
预算外	off-budget, extra budgetary
透支	overdraft
净举债，发债净额	net financing
未清偿债务	outstanding debt
或有债务	contingent liability

准备货币	reserve money
国债依存度	public debt dependency
国债负担率	public debt-to-GDP ratio
国债偿债率	government debt-service ratio

第十六章

均衡	equilibrium
投资饥渴	hunger for investment
软预算约束	soft budget constraint
总需求	aggregate demand
总供给	aggregate supply
面纱论	money veil theory
流	flow
余额，存量	stock

第十七章

国际收支	balance of payments
居民	resident
非居民	nonresident
国际收支平衡表	statement for balance of payments
经常项目	current account
资本和金融项目	capital and financial account
储备资产	reserve assets
净误差与遗漏	net errors and omissions
自主性交易	autonomous transaction
调节性交易	accommodating transaction
偿债率	debt service ratio
顺差	surplus
逆差	deficit
最后清偿率	last liquidation ratio
资本流动	capital movements
扬基债券	Yankee bond
武士债券	Samurai bond

欧洲债券	Eurobond
项目融资	project finance
外债	external debt
资本外逃	capital flight
冲销性操作	sterilized operation
非冲销性操作	unsterilized operation
债务率	debt ratio
负债率	liability ratio
差额，平衡表	balance

第十八章

通货膨胀	inflation
恶性通货膨胀	rampant inflation, runaway inflation, galloping inflation, hyperinflation
爬行通货膨胀	creeping inflation
温和通货膨胀	moderate inflation
公开性通货膨胀	open inflation
显性通货膨胀	evident inflation
隐蔽性通货膨胀	hidden inflation
输入型通货膨胀	import of inflation
结构性通货膨胀	structural inflation
通货膨胀率	inflation rate
居民消费物价指数	CPI
零售物价指数	RPI
批发物价指数	WPI
冲减指数	deflator
需求拉上型通货膨胀，需求拉动型通货膨胀	demand-pull inflation
成本推动型通货膨胀，成本推进型通货膨胀	cost-push inflation
工资一价格螺旋上升	wage-price spiral
强制储蓄	forced saving
收入分配效应	distributional effect of income

财富分配效应	distributional effect of wealth
滞胀	stagflation
工资膨胀率	wage inflation
紧缩性货币政策	tight monetary policy
紧缩银根	tight money, squeeze, stringency
紧缩信贷	credit squeeze
指数化	indexation
通货紧缩	deflation

第十九章

货币政策	monetary policy
金融政策	financial policy
货币政策目标	goal of monetary policy
通货膨胀目标制	inflation targeting
逆风向原则	principle of leaning against the wind
反周期货币政策	counter cycle monetary policy
相机抉择	discretionary
单一规则	single rule
告示效应	bulletin effects
直接信用控制	direct credit control
信用配额，信贷分配	credit allocation
流动性比率	liquidity ratio
间接信用控制	indirect credit control
道义劝告	moral suasion
窗口指导	window guidance
信用贷款	lending
传导机制	conduction mechanism
中介指标	intermediate target
信贷配给	credit rationing
资产负债表渠道	balance sheet channel
时滞	time lag
预期	expectation, anticipation
透明度	transparency

信任	credibility
软着陆	soft landing
财政政策	fiscal policy
补偿性财政货币政策	compensatory fiscal and monetary policy
米德冲突	Meade's conflict
国际间政策协调	international policy coordination
信息交换	information exchange
危机管理	crisis management
避免共享目标变量的冲突	avoiding conflicts over shared targets
合作确定中介目标	cooperation intermediate targeting
部分协调	partial coordination
全面协调	full coordination
汇率目标区	target zone of exchange rate

第二十一章

金融监管	financial regulation; financial supervision
公共选择	public choice
最低资本要求	minimum capital requirements
监管当局的监管	supervisory review process
市场纪律	market discipline

第二十二章

分行	branch
子行	subsidiary
并表监管	consolidated supervision

第二十三章

金融发展	financial development
金融自由化	financial liberalization
金融深化	financial deepening
金融压抑	financial repression
金融机构化	financial institutionalization
分层比率	gradation ratio

金融相关率	financial interrelation ratio , FIR
货币化率	monetarization ratio
脱媒	disintermediation
导管效应	tube effect

第二十四章

金融脆弱性	financial fragility
金融风险	financial risk
长周期，长波周期	long cycles
安全边界	margins of safety
汇率超调理论	theory of exchange rate over shooting
金融危机	financial crises
资产管理公司	asset management corporation，AMC
金融恐慌	financial panic

第二十五章

两分法	dichotomy
实际经济	real economy
货币经济	monetary economy
虚拟资本	fictitious capital
泡沫经济	bubble economy
虚拟经济	fictitious economy
虚拟经济	virtual economy
货币中性	neutrality of money
相对价格	relative price
货币面纱	monetary veil
瓦尔拉斯均衡	Walras equilibrium
一般均衡理论	theory of general equilibrium
超中性	super-neutrality

参考文献

（一）

1.《管子》

2. 马克思. 资本论

3.［英］亚当·斯密. 国民财富的性质和原因的研究. 北京：商务印书馆，1972

4.［英］凯恩斯. 就业、利息和货币通论. 北京：商务印书馆，1999

（二）

1. 曾凌，韩雷. 中华人民共和国的货币流通. 北京：中国金融出版社，1957

2. 李成瑞，左春台. 社会主义的银行工作. 北京：中国财政经济出版社，1964

3. 尚明主编. 当代中国的金融事业. 北京：中国社会科学出版社，1989

4. 刘鸿儒. 刘鸿儒论中国金融体制改革. 北京：中国金融出版社，2000

5. 戴相龙主编. 中国人民银行五十年. 北京：中国金融出版社，1998

(三)

20 世纪 90 年代中期以来，高等院校、科研单位和实际部门编著的《货币银行学》以及命名虽然有异但内容基本类似的教材（初版和再版）。

(四)

1. 黄达，陈共，侯梦蟾，周升业，韩英杰. 社会主义财政金融问题. 北京：中国人民大学出版社，1981

2. 黄达. 财政信贷综合平衡导论. 北京：中国金融出版社，1984

3. 黄达主编. 货币银行学. 成都：四川人民出版社，1992；北京：中国人民大学出版社，1998

4. 黄达. 宏观调控与货币供给. 北京：中国人民大学出版社，1999

5. 黄达. 金融——词义、学科、形势、方法及其他. 北京：中国金融出版社，2001

(五)

1. [美] 莱·威·钱德勒，斯·姆·哥尔特菲尔特. 货币银行学（The Economics of Money and Banking）. 北京：中国财政经济出版社，1981

2. [美] 托马斯·梅耶，詹姆斯·S·杜森贝里，罗伯特·Z·阿利伯. 货币、银行与经济（Money，Banking and Economy）. 上海：上海三联书店，1988

3. [美] 米什金. 货币金融学（The Economics of Money，Banking and Financial Market）. 北京：中国人民大学出版社，1998

4. [美] 劳埃德·B·托马斯. 货币、银行与金融市场（Money，Banking and Financial Market）. 北京：机械工业出版社，1999

5. [美] 兹维·博迪，罗伯特·C·莫顿. 金融学（Finance）. 北京：中国人民大学出版社，2000

6. [美] 富兰克林·艾伦，道格拉斯·盖尔. 比较金融体系（Comparing Financial Systems）. 北京：中国人民大学出版社，2002

7. [美] 安东尼·M·桑托莫罗，戴维·F·巴贝尔. 金融市场、工具与机构（Financial Market，Instruments and Institutions）. 大连：东北财经大学出版社，2000

8. Mervyn K. Lewis, Financial Intermediaries, The International Library of Critical Writings in Economics, Published by Edward Elgar Publishing Limited, 1994

［Ｇｅｎｅｒａｌ Ｉｎｆｏｒｍａｔｉｏｎ］
书名＝金融学
作者＝
页数＝８５７
ＳＳ号＝１１２６１８６１
出版日期＝